

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty výrobního podniku včetně analýzy citlivosti

Determination of the Value of the Manufacturing Company including sensitivity analysis

Student: Bc. Jana Nosilová

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Jana Nosilová**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Specializace: 00 Finance

Téma: Stanovení hodnoty výrobního podniku včetně analýzy citlivosti
Determination of the Value of the Manufacturing Company Including
Sensitivity Analysis

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Popis metod ocenění a analýzy citlivosti
 3. Finanční charakteristika výrobního podniku
 4. Stanovení hodnoty a analýza citlivosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. doplň. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KOLLER, Tim et al. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010. 820 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

MARÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 25. dubna 2014


.....

Jana Nosilová

Na tomto místě bych chtěla poděkovat svému vedoucímu diplomové práce prof. Dr. Ing. Zdeňku Zmeškalovi za odborné vedení, trpělivost a ochotu, kterou mi v průběhu zpracování diplomové práce věnoval.

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Popis metod ocenění a analýzy citlivosti.....	7
2.1	Vymezení pojmů	7
2.1.1	Podnik.....	7
2.1.2	Vymezení kategorií hodnoty	8
2.2	Důvody pro ocenění podniku	9
2.3	Postup při oceňování podniku	10
2.3.1	Sběr vstupních dat	10
2.3.2	Strategická analýza.....	11
2.3.3	Finanční analýza.....	13
2.3.4	Finanční plán	21
2.4	Stanovení nákladu kapitálu.....	22
2.5	Metody oceňování podniku	26
2.5.1	Výnosové metody.....	27
2.5.2	Majetkové metody ocenění.....	31
2.5.3	Metody komparativní	32
2.5.4	Kombinované metody	33
2.5.5	Fázové metody	33
2.6	Analýza citlivosti.....	36
3	Finanční charakteristika výrobního podniku	37
3.1	Základní údaje o společnosti ŽĐAS, a. s.....	37
3.1.1	Historie společnosti	38
3.1.2	Výrobní program	38
3.1.3	Ekologie.....	39
3.1.4	Bezpečnost a ochrana zdraví při práci	39
3.2	Strategická analýza.....	40
3.2.1	Analýza makroprostředí	40

3.2.2	Analýza mikroprostředí	45
3.3	Finanční analýza	47
3.3.1	Horizontální analýza	48
3.3.2	Vertikální analýza	50
3.3.3	Poměrová analýza	52
3.4	SWOT analýza	59
4	Stanovení hodnoty a analýzy citlivosti.....	60
4.1	Finanční plán	60
4.1.1	Dlouhodobý finanční plán	60
4.1.2	Sestavení finančního plánu	62
4.2	Stanovení nákladů kapitálu	64
4.3	Ocenění podniku metodou DCF - Entity	66
4.3.1	Stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF-Entity	66
4.3.2	Analýza citlivosti metody DCF-Entity	68
4.4	Komparace a zhodnocení dosažených výsledků	70
5	Závěr.....	71
	Seznam použité literatury	73
	Seznam zkratk.....	75
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

V současné době do České republiky stále více proniká fenomén fúzí a akvizic, kdy dochází ke koupi či prodeji podniku, spojení dvou nebo více podniků apod. V souvislosti s tím je důležité umět podnik pořádně ocenit jako celek. Oceňování podniku je stále rozsáhlejší disciplínou, které se dnes věnují od kateder vysokých škol, znaleckých ústavů, investičních bank až po vedení a majitele malých a středních firem. Problematika oceňování je chápána jako jeden z nejobtížnějších problémů ekonomické teorie i praxe, neboť je velmi důležité znát metody a přístupy ocenění omezené dostupností informací, jelikož každý podnik je jedinečný a neexistuje pouze jeden správný postup ocenění.

Problematika oceňování podniku je v podmínkách České republiky problematikou staronovou. Oceňování podniku se do České republiky dostalo především v souvislosti transformací ekonomiky. S pádem komunistického režimu došlo k transformaci vlastnických vztahů a díky tomu se začalo upouštět od účetních přístupů a do popředí se dostaly přístupy tržní. V současné době díky se stále se prohlubujícímu procesu globalizace, otevírání trhu a fúzím je oceňování podniku využíváno stále častěji.

Oceňování je možné chápat jako určitou službu, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Účelem ocenění je stanovení hodnoty podniku. Při oceňování podniku je hledána odpověď na dvě základní otázky. Jaké je tržní ocenění a jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího.

Cílem diplomové práce je stanovit tržní hodnotu aktiv společnosti ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 za účelem prodeje včetně analýzy citlivosti. Ocenění bude provedeno pomocí dvoufázové výnosové metody DCF-Entity.

Diplomová práce je rozdělena na tři části. První část bude zaměřena pouze na teorii. Na začátku této kapitoly budou vymezeny základní pojmy, které jsou nezbytné pro pochopení dané problematiky. Poté budou podrobně rozebrány jednotlivé kroky oceňování podniku, včetně jednotlivých metod ocenění. Na konci této kapitoly bude vysvětlena analýza citlivosti, která spolu s oceněním tvoří jádro diplomové práce.

Ve druhé části diplomové práce bude nejdříve popsána oceňována společnost ŽĎAS, a. s. Následně bude provedena strategická a finanční analýza. Ve strategické analýze bude rozebrána analýza makroprostředí a mikroprostředí. Finanční analýza bude zaměřena na analýzu účetních výkazů a na poměrovou analýzu, přičemž analýza účetních výkazů bude zahrnovat vertikální a horizontální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty. U poměrové

analýzy budou vypočítány vybrané ukazatele rentability, likvidity, aktivit, finanční stability a zadluženosti. Jako shrnutí strategické a finanční analýzy bude na konci vytvořena SWOT analýza, která bude charakterizovat silné a slabé stránky, příležitosti a hroby podniku.

Obsahem třetí části bude již samotné ocenění společnosti ŽŽAS, a. s. dvoufázovou výnosovou metodou DCF-Entity. Na začátku bude nejdříve sestaven dlouhodobý finanční plán na pět let a poté budou stanoveny náklady na celkový kapitál pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Poté již dojde ke stanovení tržní hodnoty aktiv ŽŽAS, a. s. dvoufázovou výnosovou metodou DCF-Entity. Následně bude provedena analýza citlivosti hodnoty podniku na změny vstupních parametrů. Na konci této části diplomové práce bude provedeno shrnutí a zhodnocení zjištěných výsledků.

2 Popis metod ocenění a analýzy citlivosti

Tato kapitola je zaměřena na objasnění základních pojmů, postupů, metod a východisek, bez kterých by nebylo možné provést ocenění vybraného podniku. Na začátku této kapitoly jsou vymezeny základní pojmy, které jsou důležité pro pochopení dané problematiky. Poté jsou podrobně vysvětleny jednotlivé kroky oceňování podniku včetně metod, které se používají ke stanovení hodnoty podniku. Na konci je vysvětlena analýza citlivosti. Tato kapitola vychází především z publikací Dluhošová (2010), Mařík (2011), Růčková (2011), Sedláček (2011) a Valach (1999).

2.1 Vymezení pojmů

Před samotným oceněním podniku je velmi důležité seznámit se s určitými pojmy. Je zapotřebí vymežit nejenom pojem podnik, ale také, jaké se rozlišují základní kategorie hodnoty. Všechny tyto zmíněné pojmy jsou velmi nezbytné pro výběr konkrétních metod ocenění.

2.1.1 Podnik

Pojem podnik je v literatuře vymezen různými způsoby. Pro oceňovatele má však největší váhu definice, jež je uvedena v obchodním zákoníku v § 5, kde *„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*¹ Společnost se tedy oceňuje jako věc hromadná, která je tvořena souborem věcí, práv a dalšími majetkovými hodnotami.

Z ekonomického hlediska je zapotřebí na podnik nahlížet jako na funkční celek. Hlavní funkce podniku je rovněž uvedena v obchodním zákoníku, ale v § 2, kde *„Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“*² Podle Mařík (2011), podnik je možné nazvat podnikem pouze tehdy, pokud je plněn základní účel, tj. dosahování zisku. Z této podstaty vychází především výnosové metody oceňování.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odst. 1.

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 2, odst. 1.

2.1.2 Vymezení kategorií hodnoty

Podnik je možné ocenit pomocí dvou základních hodnot a to brutto a netto hodnoty. Brutto hodnota určuje hodnotu celkových aktiv a oceňuje se z pohledu investorů, tedy vlastníků a věřitelů. Naopak netto hodnota určuje hodnotu pouze vlastního kapitálu a oceňuje se pro vlastníky podniku.

Obě hodnoty rovněž definuje obchodní zákoník. Brutto hodnota je označována jako obchodní majetek a je definována v § 6 „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“³

Naopak netto hodnota je v obchodním zákoníku označována jako čistý obchodní majetek a lze ji rovněž nalézt v §6, kde „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“⁴

V rámci oceňování je důležité rozlišovat dva pojmy. Jedná se o cenu podniku a hodnotu podniku. Cena neboli kupní cena podniku je konkrétní částka, která byla sjednána při nákupu a prodeji společnosti v daném čase a na daném místě. Cena může i nemusí být shodná s hodnotou. Hodnota bývá zpravidla ztotožňována s tržní hodnotou. Na rozdíl od ceny není skutečností, ale pouze jakýmsi odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. Je možné ji vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku, protože se mění v závislosti na vývoji budoucích užitků. Podle toho, kdo chce ocenění provádět a z jakého důvodu podnik oceňujeme, rozlišujeme čtyři základní kategorie hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy (Mařík, 2011).

Tržní hodnota je určitá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění. Podle Mezinárodních oceňovacích standardů se za tržní hodnotu považuje odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi nezávislými a samostatnými partnery, po

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 1.

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 3.

náležitým marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a zároveň bez nátlaků. Tato metoda se v praxi moc nepoužívá, neboť se s ní pojí několik nedostatků. Například pokud je trh nějakým způsobem omezený, znalec je povinen doplnit chybějící údaje trhu vlastními uváženými odhady, což v konečném důsledku může zkreslovat výslednou hodnotu ocenění. Z toho vyplývá, že tržní hodnota není jednoznačná ani objektivní. Tuto hodnotu je vhodné využít při prodeji nebo při uvádění společnosti na burzu, kdy není znám konkrétní kupující.

Subjektivní (investiční) hodnota rovněž známá jako tržní hodnota, má svou definici zakotvenou v Mezinárodních oceňovacích standardech. V těchto standardech je subjektivní hodnota definována jako hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být buď nižší, nebo vyšší než tržní hodnota majetkového aktiva. Tuto hodnotu je vhodné použít v případě ocenění pro konkrétní subjekt a jeho individuální očekávání do budoucna, při rozhodování o sanaci či likvidaci a také při rozhodování o koupi či prodeji podniku.

Objektivizovaná hodnota je hodnota, kterou stanovují profesionálové (znalci, odhadci). Objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech. Tuto hodnotu je vhodné použít při poskytování úvěru, při zjišťování současné reálné bonity a zdraví podniku.

Přístup kolínské školy pracuje s pěti funkcemi oceňování podniku. Těmito funkcemi jsou funkce poradenská, argumentační, rozhodčí, komunikační a daňová. Nejdůležitější ze všech funkcí je funkce poradenská, která poskytuje informace o maximální ceně (pro kupujícího) nebo minimální ceně (pro prodávajícího). Funkce rozhodčí nalézá v rámci řízení spravedlivou cenu z určitého rozpětí. Funkce argumentační je spjata s hledáním argumentů oceňovatele, které by měly vést nejen ke zlepšení pozice dané strany, ale také sloužit jako podklad pro vyjednávání. Výsledkem funkce komunikační je příprava různých podkladů pro komunikaci s veřejností. Smyslem poslední funkce je pak poskytnout podklady pro daňové účely (Mařík, 2011).

2.2 Důvody pro ocenění podniku

Jak uvádí Mařík (2011), ocenění lze definovat jako službu, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb a cílů zákazníka. Podněty pro ocenění mohou být různé. Důvody se však nejčastěji liší v tom,

zda dochází či nedochází k vlastnickým změnám v podniku. Ocenění, jež souvisí s vlastnickými změnami, se provádí především tehdy, kdy se plánuje koupě či prodej podniku, nebo pokud se vlastník chystá vložit určitý nepeněžitý vklad do obchodní společnosti. Dále se také ocenění související s vlastnickými změnami provádí v souvislosti s chystanou fúzí, převzetím a rozdělením společnosti. Mezi konkrétní případy ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám, patří především ocenění při změně právní formy společnosti, při rozhodování o sanaci podniku nebo při žádání věřitele o poskytnutí úvěru. Mezi další důvody lze zařadit restrukturalizaci podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty, uvádění společnosti na burzu nebo zjišťování současné reálné bonity.

Při každém ocenění musí být pevně stanoveno, z jakého důvodu se ocenění provádí, o jakou kategorii hodnoty se jedná a zda se bude určovat brutto či netto hodnota podniku.

2.3 Postup při oceňování podniku

Oceňování podniku je velmi náročným úkolem, při kterém je zapotřebí dávat pozor na nevhodné postupy, které mohou vést k nesprávnému ocenění a nesprávnému rozložení kapitálu. Při oceňování podniku je tedy nutné aplikovat jednotlivé kroky vždy přímo na konkrétní případ a na danou situaci. Existuje určitý všeobecný postup, který je vhodný vždy dodržet. Jedná se o:

1. sběr vnějších a vnitřních informací,
2. analýza dat (strategická a finanční analýza),
3. finanční plán,
4. ocenění (Mařík, 2011).

2.3.1 Sběr vstupních dat

Při oceňování podniku je velmi důležité nasbírat dostatečné množství důležitých informací, které se týkají nejenom samotného podniku, ale také prostředí, ve kterém se daný podnik nachází. Nemělo by se zapomínat také na informace týkající se vývoje makroekonomických veličin. Při poskytování dat hraje důležitou roli úzká spolupráce mezi oceňovatelem a podnikem. Oceňovatel musí získat základní data o podniku, která jej identifikují a přibližují, tj. právní formu, název, předmět podnikání, odvětví, rozdělení majetkových podílů apod. Velmi důležitá jsou také ekonomická data, jež jsou obsažena ve výročních zprávách, v účetních výkazech či vypracovaných zprávách auditorů. Mezi další

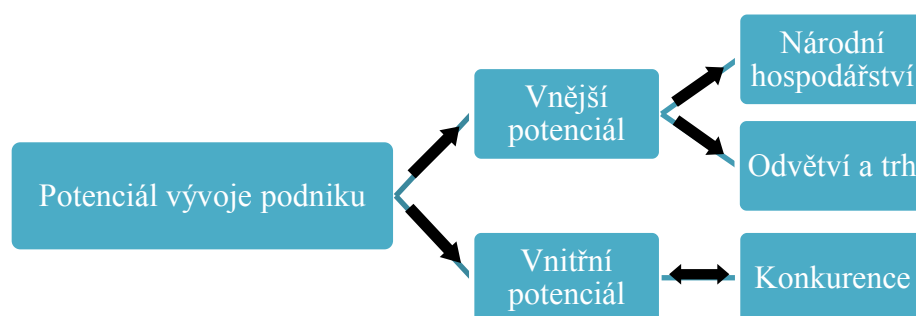
potřebná data můžeme zařadit informace a prognózy o relevantním trhu, odbytu, marketingu, konkurenční struktuře, výrobě, dodavatelích apod. (Krabec, 2009).

Základní informace o podniku lze nalézt v obchodním rejstříku, internetových stránkách oceňovaného podniku či přímo v dané firmě. Záleží pouze na ochotě vedení podniku spolupracovat s oceňovatelem a také na šikovnosti samotného oceňovatele.

2.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je nezbytnou fází oceňovacího procesu. Hlavní funkcí této analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý jak na vnějším tak i vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, v němž oceňovaný podnik působí. Při analýze vnitřního potenciálu lze zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho silných a slabých stránek s důrazem na to, zdali má podnik nějakou konkurenční výhodu či nevýhodu. Pro analýzu silných a slabých stránek se používá technika zvaná SWOT analýza, která je zaměřena na charakteristiku klíčových faktorů, které ovlivňují strategické postavení podniku. Uplatňuje se hlavně při rozvíjení silných stránek a utlumování slabých stránek a současně by měla připravit podnik na nejrůznější potenciální příležitosti a hrozby (Mařík, 2011).

Obr. 2.1 Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: Mařík (2011)

Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí velmi ovlivňuje výkonnost podniku. Podnik však nemá možnost stav tohoto okolí aktivně ovlivňovat, ale může na tyto faktory reagovat prostřednictvím svých

rozhodnutí. Proto je velmi důležité posuzovat vývoj podmínek, v nichž podnik působil v minulosti a působí i v současnosti a prognózovat jejich budoucí vývoj. Makroprostředí podniku tvoří především prostředí ekonomické, politické, technologické a sociální. Podstatné není sledovat jednotlivá prostředí zvlášť, ale makroprostředí jako jeden velký celek.

Mezi základní ekonomické ukazatele, které jsou nejčastěji analyzovány, patří tempo růstu hrubého domácího produktu, vývoj úrokových sazeb, devizových kurzů, peněžní nabídky, inflace, fiskální politika státu apod. Mezi základní politické a legislativní faktory patří politická stabilita, omezení dovozu a vývozu, daňová zákony, cenová politika, ochrana životního prostředí a celá řada dalších činností, které se zaměřují na ochranu lidí ať již v roli zaměstnanců či spotřebitelů. Tyto faktory představují pro podniky významné příležitosti, ale zároveň i ohrožení. Pokud se chce podnik vyhnout zaostalosti svého výrobního zařízení, měl by se také zabývat technologickými změnami a inovovat svá zařízení. Technologické prostředí je spojeno s novými technologiemi, které podniku umožňují zvýšit produktivitu práce, snížit náklady a tím i zvýšit konkurenční schopnost podniku (Kislingerová, 2001).

Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí identifikuje faktory, které ovlivňují podnik zevnitř. Mezi tyto faktory patří například firemní prostředí, dodavatelsko-odběratelské vztahy, konkurence, kupující nebo hrozba nových výrobků. V rámci analýzy mikroprostředí je zkoumáno především odvětví, v němž podnik působí. Každý podnik spadá do určitého odvětví. Tato klasifikace je velmi nezbytná, protože identifikuje základní znaky vývoje podniku a jeho odvětví. K základním charakteristikám odvětví patří určení citlivosti podniku na změny hospodářského cyklu, tj. cyklická, neutrální a analytická odvětví. Neutrální odvětví zahrnují statky nezbytné spotřeby a není moc ovlivněno hospodářským cyklem. Naopak cyklické odvětví zahrnuje statky zbytné spotřeby a přesně kopírují hospodářský cyklus. Poslední analytické odvětví zahrnuje levnější substituty drahých produktů a vyvíjejí se opačně než hospodářský cyklus (Kislingerová, 2001).

Po rozboru a hodnocení aktuálního stavu firmy (mikroprostředí) a současné situace okolí podniku (makroprostředí) lze sestavit tzv. **SWOT analýzu**, která zahrnuje vnitřní a vnější faktory. Vnitřní faktory zahrnují silné a slabé stránky podniku a vnější faktory zahrnují příležitosti a hrozby podniku. Název této analýzy vychází z počátečních písmen anglických slov strengths (silné stránky), weaknesses (slabé stránky), opportunities (příležitosti) a threats

(hrozby). SWOT analýza je v praxi velmi využívána, neboť je možné ji použít buď pro podnik jako celek nebo pro jednotlivé oblasti podniku.

2.3.3 Finanční analýza

Finanční analýza, stejně jako strategická analýza, je integrální součástí oceňování podniku. Je oblastí, která představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku. Ke zhodnocení finanční situace a výkonnosti podniku se používají poměrové ukazatele, jejichž hlavním účelem je posoudit a zhodnotit finanční situaci daného podniku a také formulovat různá doporučení pro jeho další vývoj.

Podle autorky Dluhošová (2010), finanční analýzu lze zpravidla rozdělit do tří fází. První fáze zahrnuje diagnózu základních charakteristik finanční situace. Ve druhé fázi je proveden hlubší rozbor příčin zjištěného stavu. Poslední fáze obsahuje identifikaci hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrhy opatření.

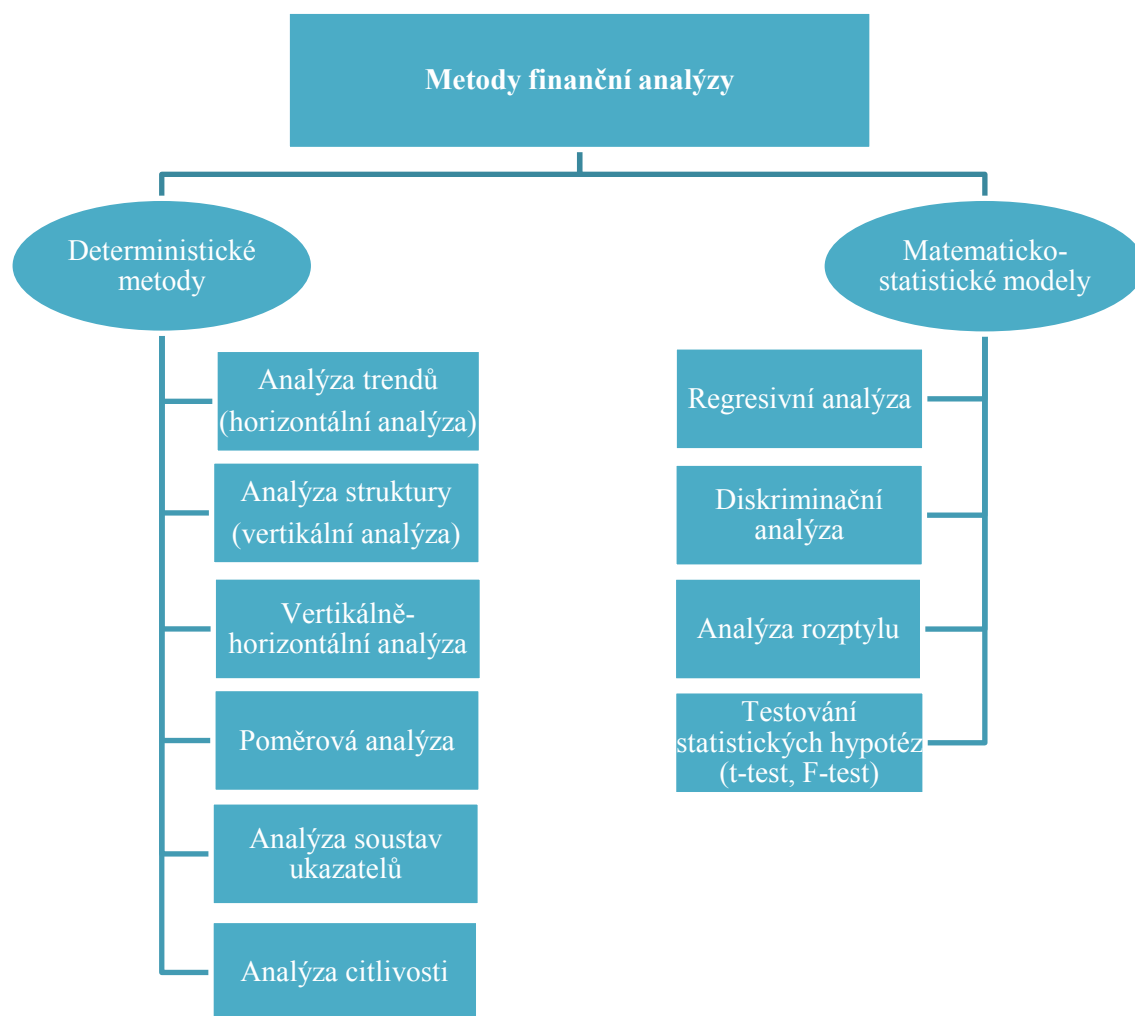
Smysl této analýzy spočívá v přípravě podkladů pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Mezi finanční analýzou a účetnictvím existuje velmi úzká spojitost, neboť tato analýza vychází především z účetních výkazů, které lze rozdělit do dvou částí. Jedná se o účetní výkazy finanční a účetní výkazy vnitropodnikové. Finanční účetní výkazy poskytují informace především externím uživatelům a podávají přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí, o tvorbě a užití výsledku hospodaření a o pohybu peněžních toků. Oproti tomu výkazy vnitropodnikového účetnictví jsou vytvářeny dle individuálních potřeb podniků a nejsou veřejně dostupnými. Mezi tyto vnitropodnikové účetní výkazy patří výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony, výkazy zobrazující vynakládání podnikových nákladů v nejrůznějším členění aj. Kromě těchto výše uvedených zdrojů, existuje celá řada dalších relevantních informací.

Metody, jež se používají ke zhodnocení finančního zdraví podniku, lze členit na deterministické a matematicko-statistické. Pokud bude předmětem zájmu provést analýzu struktury, souhrnného vývoje, kombinace trendů a analýzu odchylek, je zapotřebí zvolit deterministické metody. V zájmu posouzení faktorů vývoje, determinantů a určení kauzálních závislostí či vazeb, se použijí matematicko-statistické metody. Tyto matematicko-statistické metody na rozdíl od deterministických metod vycházejí z údajů delších časových řad a jsou založeny na exaktních metodách, včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti dosažených výsledků (Dluhošová, 2010).

Deterministických a matematicko-statistických metod existuje celá řada. Tato diplomová práce je však zaměřena pouze na tři konkrétní metody, jež jsou aplikovány

v praktické části. Jedná se o analýzu trendů (horizontální analýza), analýza struktury (vertikální analýza) a poměrovou analýzu. V následujícím Obr. 2.2 je uvedeno podrobnější členění metod finanční analýzy.

Obr. 2.2 Členění metod finanční analýzy



Zdroj: Dluhošová (2010)

2.3.3.1 Analýza trendů (horizontální analýza)

Analýza trendů se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Smyslem této analýzy je nalézt odpověď na dvě základní otázky: o jak velkou část se změnily jednotlivé položky finančních výkazů v čase a o kolik procent se změnily jednotlivé položky v čase. Časové řady by měly být dostatečně dlouhé, neboť precizně vedené časové řady mohou znamenat méně nepřesností z hlediska interpretace dosažených výsledků. U této analýzy se berou v úvahu absolutní i procentuální změny. K výpočtu těchto dvou změn je zapotřebí znát dva důležité vzorce, pomocí nichž změny zjistíme (Růčková, 2011).

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde U_t je hodnota ukazatele, t je běžný rok, $t - 1$ je předchozí rok.

2.3.3.2 Analýza struktury (vertikální analýza)

Analýza struktury nazývaná též vertikální analýza, se zabývá vnitřní strukturou absolutních ukazatelů. Jedná se prakticky o souměření jednotlivých položek základních účetních výkazů k celkové sumě aktiv či pasiv. Použití této metody usnadňuje srovnání účetních výkazů s předchozím obdobím. Vertikální rozbor je vyjadřován relativně, a tudíž ho lze použít také pro srovnání s firmami v rámci stejného oboru podnikání či s odvětvovými průměry. Při rozboru se položky jednotlivých účetních výkazů v porovnávaných letech analyzují odshora dolů, tedy vertikálně. Analýzu struktury lze použít nejenom pro rozbor rozvahy, ale také například pro rozbor výkazu zisku a ztráty. Obecný vzorec má následující tvar

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele (Růčková, 2011).

2.3.3.3 Poměrová analýza

Ukazatele poměrové analýzy patří k nejpočetnějším a zároveň také k nejvyužívanějším metodám finanční analýzy. Hlavní výhoda těchto ukazatelů spočívá v tom, že umožňují převádět různé údaje na společnou úroveň, která se dá srovnávat. Pomocí poměrové analýzy

je možné srovnávat aktuální hodnotu ukazatelů s hodnotami minulých období nebo také s ukazateli jiných podniků. Poměrový ukazatel lze vypočítat jako poměr jedné nebo několika účetních položek k jiné položce nebo skupině z účetních výkazů.

Existuje velké množství poměrových ukazatelů, které se používají k analýze finančního zdraví podniku. Jejich výběr a konstrukce závisí na tom, co je cílem dané analýzy. Důležitou podmínkou je, aby vybrané ukazatele byly závislé buď na prováděném rozhodnutí, nebo na zkoumaném problému. Velmi důležité je rovněž jejich samotné hodnocení a vypovídací schopnost (Kislingerová, 2008).

V teoretické části diplomové práce jsou uvedeny pouze ty ukazatele poměrové analýzy, se kterými je v praktické části vybraný podnik analyzován. Jedná se o tyto následující ukazatele:

- rentability,
- likvidity,
- aktivity,
- finanční stability a zadluženosti.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability patří v současné době k nejsledovanějším ukazatelům každého podniku. Rentabilitu lze vyjádřit jako poměr zisku ke zdrojům, které byly dříve použity k jeho vytvoření. Pro všechny ukazatele rentability je žádoucí, aby jejich hodnota v čase rostla. Při jejich výpočtu se nejčastěji vychází ze dvou účetních výkazů. Jedná se o rozvahu a o výkaz zisku a ztráty.

Ukazatelů rentability je celkem pět, avšak v teoretické části diplomové práce budou popsány pouze tři, jež byly v praktické části použity k provedení finanční analýzy vybraného podniku. Bude se zde vycházet především z publikací autorů Dluhošová (2010), (Růčková, 2011) a Sedláček (2011).

Rentabilita aktiv – ROA (Return on Assets)

Rentabilita aktiv bývá považována za základní měřítko rentability. Poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}, \quad (2.4)$$

kde *EBIT* představuje zisk před úhradou úroků a daní.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů – ROCE (Return on Capital Employed)

Rentabilita dlouhodobých zdrojů hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu, spojeného s dlouhodobými zdroji. Představuje tedy množství zisku v %, které připadá na 1 Kč investovaného dlouhodobého kapitálu.

$$ROCE = \frac{EBIT}{(\text{dlouhodobé dluhy} + VK)}, \quad (2.5)$$

kde *VK* je vlastní kapitál.

Rentabilita vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity)

Rentabilita vlastního kapitálu je ukazatel, pomocí něhož mohou investoři zjistit, jestli je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Hodnota ukazatele udává, kolik čistého zisku připadá na jednu peněžní jednotku investovanou do podniku jeho vlastníky.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (2.6)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění.

Ukazatele likvidity

Likviditu podniku lze chápat jako schopnost podniku uhradit včas své platební závazky. Oproti tomu likvidnost je schopnost dané složky přeměnit se rychle a bez velké ztráty hodnoty na peněžní hotovost.

Pomocí ukazatelů likvidity lze určit, jakou platební schopnost má naše firma, popřípadě co by měla udělat proto, aby se nedostala do platební neschopnosti. Udržení likvidity je hlavním cílem každého fungujícího podniku, neboť podnik s dostatečnou likviditou je schopen dostát svým závazkům. Důležité je také dávat si pozor na příliš vysokou míru likvidity, neboť finanční prostředky jsou vázány v aktivech, které nepracují ve prospěch výrazného zhodnocování finančních prostředků (Kislingerová, 2008).

Celková likvidita – (Current Ratio)

Celková neboli běžná likvidita vypovídá o tom, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Ukazatel celkové likvidity tedy poměří objem oběžných aktiv s objemem závazků, jež jsou splatné v blízké budoucnosti. „Za přiměřenou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5.“ (Dluhošová, 2010, s. 83)

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}, \quad (2.7)$$

kde OA jsou oběžná aktiva.

Pohotová likvidita (Quick Ratio – Acid Test Ratio)

Ukazatel pohotové likvidity vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva vyjma zásob pokrývají krátkodobé závazky. Při výpočtu tohoto ukazatele se berou v potaz z oběžných aktiv pouze pohotové prostředky, mezi které patří peníze na bankovních účtech, pokladní hotovost apod. „Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v intervalu od 1,0 do 1,5“. (Dluhošová, 2010, s. 83).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.8)$$

Okamžitá likvidita (Cash Ratio)

Tento ukazatel představuje nejužší vymezení likvidity a poměří pohotové platební prostředky s krátkodobými závazky. Do pohotových platebních prostředků lze zařadit například peníze v hotovosti, na účtech, šeky a volně obchodovatelné cenné papíry.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.9)$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou souhrnně nazývány jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jedná se o ukazatele, které jsou využívány nejenom pro řízení jednotlivých položek aktiv, ale také pro měření schopnosti podniku efektivně hospodařit se svými aktivy. Rozlišují se dva druhy ukazatelů aktivity. Jedná se o obrátku a dobu obratu. Obrátka udává, kolikrát se daná položka majetku za stanovený časový interval přemění na

peněžní prostředky. Naopak doba obratu udává, jak dlouhou dobu tato přeměna trvá. Bude se zde vycházet převážně z publikací autorů Dluhošová (2010) a Růčková (2011).

Obrátka celkových aktiv

Tento ukazatel poměří tržby s celkovými aktivy a vyjadřuje, kolikrát se celková aktiva obrátí za jeden rok. U obrátky celkových aktiv platí, že čím je vyšší, tím efektivněji podnik využívá majetek.

$$\text{Obrátka celkových aktiv (počet obrátů/rok)} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.10)$$

Doba obratu aktiv

Tento ukazatel informuje, za jak dlouhou dobu dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. U tohoto ukazatele platí, že čím kratší je jeho doba obratu, tím je to pro podnik lepší. Hodnota je určena obratem pracovního a fixního kapitálu a čím vyšší je podíl fixních aktiv, tím je hodnota tohoto ukazatele vyšší.

$$\text{Doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.11)$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob zaznamenává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Čím je doba obratu zásob kratší a obratovost zásob vyšší, tím je situace lepší. Ukazatel doby obratu zásob patří v dnešní době k široce používaným ukazatelům.

$$\text{Doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.12)$$

Doba obratu pohledávek

Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho je majetek společnosti vázán ve formě pohledávek, respektive za jak dlouho jsou v průměru zaplacený faktury. Doporučovanou hodnotou je zde běžná doba splatnosti faktur. Doba obratu pohledávek je velmi důležitým ukazatelem z hlediska plánování peněžních toků.

$$\text{Doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

Doba obratu závazků

Tento ukazatel udává, za jak dlouho společnost uhradí závazky vůči svým dodavatelům. Aby nedošlo k narušení finanční rovnováhy ve firmě, měla by být doba obratu pohledávek kratší než doba obratu závazků a zároveň v souladu s lhůtou splatnosti společnosti vystavovaných faktur.

$$Doba\ obratu\ závazků\ (dny) = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} \quad (2.14)$$

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Poslední skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti. Jedná se o ukazatele, které zkoumají kapitálovou strukturu podniku, zejména však poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

Zadluženost představuje skutečnost, že podnik využívá k financování svých aktiv cizí zdroje. Obecně platí, že s růstem zadluženosti klesá finanční stabilita podniku a hrozí rostoucí riziko bankrotu. U normálně fungujících podniků se nepovažuje za efektivní, aby byla veškerá podniková aktiva financována z vlastních zdrojů a zároveň však nelze k financování používat jen cizí zdroje. Při použití jen vlastního kapitálu by firma byla silně překapitalizovaná a naopak využívání pouze cizího kapitálu by vedlo k podkapitalizování firmy. Z tohoto důvodu je velmi důležité najít optimální vztah mezi vlastním a cizím kapitálem (Růčková, 2011).

Ukazatelů finanční stability a zadluženosti se používá celá řada. V teoretické části diplomové práce budou objasněny pouze ty, se kterými se dále pracuje v praktické části.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)

Podíl vlastního kapitálu na aktivech poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. Zvyšování tohoto ukazatele znamená upevňování finanční stability podniku (Dluhošová, 2010).

$$Podíl\ vlastního\ kapitálu\ na\ aktivech = \frac{VK}{celková\ aktiva} \quad (2.15)$$

Majetkový koeficient (Equity Multiplier)

Majetkový koeficient zvaný rovněž finanční páka, je převrácenou hodnotou podílu vlastního kapitálu na aktivech. Ukazatel měří, kolik korun celkového majetku společnosti připadá na 1 korunu vlastního kapitálu. Poměří tedy celková aktiva s vlastním kapitálem.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{VK} \quad (2.16)$$

Ukazatel celkové zadluženosti

Ukazatel celkové zadluženosti neboli ukazatel věřitelského rizika, představuje podíl celkových dluhů k celkovým aktivům. Čím je hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím je i vyšší riziko věřitelů. Je důležité mít na paměti, že zadluženost sama o sobě není negativním jevem podniku, neboť není důležité, aby podnik využíval k financování svých potřeb pouze vlastní kapitál (Dluhošová, 2010).

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.17)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio)

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu má obdobnou vypovídací schopnost jako ukazatel celkové zadluženosti. Hodnota ukazatele závisí na fázi vývoje firmy a také na postoji vlastníků k riziku. „U stabilních společností by se měla pohybovat přibližně v pásmu od 80% do 120%.“ (Dluhošová, 2010, s. 79).

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{VK} \quad (2.18)$$

2.3.4 Finanční plán

Pokud bude pro ocenění podniku použita některá z výnosových metod, měl by se sestavit kompletní finanční plán podniku. Tento plán se skládá ze tří účetních výkazů. Jedná se o rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Při sestavování finančního plánu je velmi důležité zohlednit nejenom minulost, ale také současnost, budoucnost, makroprostředí a mikroprostředí podniku. Celý systém je nutné vybilancovat, protože jednotlivé fáze se mezi sebou navzájem prolínají a ovlivňují.

Tvorba finančního plánu je závislá nejenom na velikosti daného podniku, ale také na oboru činnosti a odvětví, ve kterém podnik působí. Finanční plán je tvořen soustavou vyvážených plánů, mezi které patří zejména:

- plány prodeje a produkce,
- plány kapacit a pracovních sil,
- plán budoucích provozních výnosů a nákladů,
- plán provozního výsledku hospodaření,
- plán provozního peněžního toku,
- celkový peněžní tok,
- plánovaná rozvaha (Mařík, 2011).

Oceňovatel při sestavování finančního plánu nemůže sestavovat kompletně celý podnikový plán. Měl by však pamatovat na to, že základní logické vazby podnikového plánu by měly zůstat zachovány.

S největší pravděpodobností nebude oceňovatel schopen sestavit plán sám bez jakékoliv konzultace s vedením oceňovaného podniku. Je velmi důležité varovat také před automatickým přebíráním plánu od managementu v případě, kdy cílem ocenění je zjištění tržní nebo tzv. objektivizované hodnoty. V takovýchto případech by měl oceňovatel vycházet z podkladů oceňovaného podniku, včetně jeho podnikatelských plánů. Za konečnou verzi však odpovídá pouze on sám.

Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty se naplánují stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou ovlivňovat jeho hodnotu:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření,
- plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků,
- výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku (Mařík, 2011).

2.4 Stanovení nákladu kapitálu

Pro potřeby ocenění je velmi důležité stanovit náklady na kapitál konkrétní společnosti. Na náklady kapitálu lze pohlížet ze dvou pohledů, z pohledu podniku a z pohledu investora. Z pohledu podniku lze náklad kapitálu chápat jako cenu, kterou musí daná společnost vynaložit za získání různých forem podnikového kapitálu. Z pohledu investora se jedná o požadavek na výnosnost, které by měla společnost dosahovat, aby nedošlo ke snížení

jeho bohatství. V rámci nákladu na kapitál se rozlišují tři skupiny nákladů. Jedná se o náklady na celkový kapitál, cizí a vlastní (Mařík, 2011).

Náklady na celkový kapitál ($WACC$) se v české literatuře také vyjadřují jako vážené průměrné náklady kapitálu nebo průměrné náklady kapitálu. Jsou tvořeny náklady na vlastní a cizí kapitál.

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D+E}, \quad (2.19)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E představuje vlastní kapitál a $C = D + E$ je celkový investovaný kapitál (Dluhošová, 2010).

Náklady na cizí kapitál (R_D) představují úroky, které je třeba platit věřitelům. Základní výše úrokové míry je odvozena podle konkrétní situace na finančním trhu. Její výši ovlivňují zejména tři základní faktory. Prvním faktorem je čas, na který je úvěr dlužníkovi poskytnut. Obecně platí, že dlouhodobé úvěry jsou dražší než krátkodobé a střednědobé úvěry. Dalším faktorem, který má vliv na výši úrokové míry, je očekávaná efektivnost. Platí, že čím je vytvořený efekt vyšší, tím se zvyšuje záruka splacení úvěru a úroková míra klesá. Posledním důležitým faktorem je bonita dlužníka, protože se zvyšující bonitou roste rovněž také pravděpodobnost splacení, a proto bude úroková sazba nižší. Náklady kapitálu získané formou dluhu (např. formou úvěru) se vypočítají jako

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.20)$$

kde i je úroková míra z dluhu a t je sazba daně (Dluhošová, 2010).

Náklady na vlastní kapitál (R_E) jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Důvody, proč tomu tak je, jsou dvojího charakteru. Prvním je riziko vlastníka vkládající prostředky do podniku, které je vyšší než riziko věřitele. Druhým důvodem je to, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady a snižují zisk jako základ daně pro výpočet daně z příjmů. Náklady na vlastní kapitál lze určit buď na bázi tržních přístupů, nebo pomocí metod a modelů, jež vycházejí z účetních dat.

Mezi základní metody, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu, patří:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely (Dluhošová, 2010).

Pro účely diplomové práce jsou v teoretické části popsány pouze stavebnicové modely, pomocí nichž je v praktické části provedeno ocenění vybraného podniku.

Stavebnicové modely

Jak tvrdí Dluhošová (2010), stavebnicové modely se používají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem, tj. tam, kde nelze použít model oceňování kapitálových aktiv a arbitrážní model. Tyto modely jsou založeny na účetních datech a oproti tržním metodám spočívají v určení rizikové premie, která se odvozuje z účetních dat jednotlivých podniků. Stavebnicových modelů existuje celá řada a jednotlivé typy se liší způsobem stanovení a vyčíslení rizikových přírážek.

Mezi nejčastěji používané stavebnicové modely patří model, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Jedná se o model, který je neustále vyvíjen a jeho poslední verze vychází z předpokladu modelu MM II.⁵ V tomto modelu je zapotřebí nejdříve stanovit náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, které se vypočítají následovně

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.21)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Stanovení rizikové přírážky ($R_{podnikatelské}$) je založeno na srovnávání ukazatele ROA příslušné firmy s ukazatelem XI , který vyjadřuje nahrazování cizího kapitálu vlastním kapitálem. Tento ukazatel je definován takto

$$XI = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.22)$$

⁵ MM II. je model autorů M. Millera a F. Modiglianiho

kde UZ jsou úplné zdroje, A jsou aktiva podniku a UM úroková míra. Pokud je ukazatel $ROA > XI$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelského\ odvětví}$. Je-li ukazatel $ROA < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10 \%$. Bude-li $0 \leq EBIT/A \leq XI$, pak $R_{podnikatelské}$ se vypočítá jako

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{XI - EBIT/A}{XI} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (2.23)$$

Další přírážkou je riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$. Tato přírážka tedy vychází z ukazatele celkové likvidity $L3$, který je porovnáván s doporučenými hodnotami likvidity pro jednotlivé podniky. Doporučené hodnoty pro jednotlivé podniky jsou $XL1=1$ a $XL2=2,5$. Pokud je $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab} = 10 \%$. Je-li $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0 \%$. Pokud bude $XL1 < L3 < XL2$, $R_{finstab}$ se stanoví dle následujícího vzorce

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (2.24)$$

Poslední přírážkou je riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}), která vychází z výše úplatných zdrojů společnosti, jež se vypočítají následovně

$$UZ = VK + BU + OBL, \quad (2.25)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU bankovní úvěry a OBL představují obligace. Pokud jsou $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0 \%$. Je-li $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 5 \%$. Budou-li $UZ > 0,1$ mld. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, riziková přírážka se vypočítá dle tohoto vzorce

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2} \quad (2.26)$$

Celkové náklady zadlužené firmy jsou pak dle tohoto modelu stanoveny pomocí následujícího vzorce

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t \right), \quad (2.27)$$

kde $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, D jsou cizí úročené dluhy, A jsou aktiva a t je sazba daně z příjmu.

Náklady vlastního kapitálu jsou pak stanoveny takto

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.28)$$

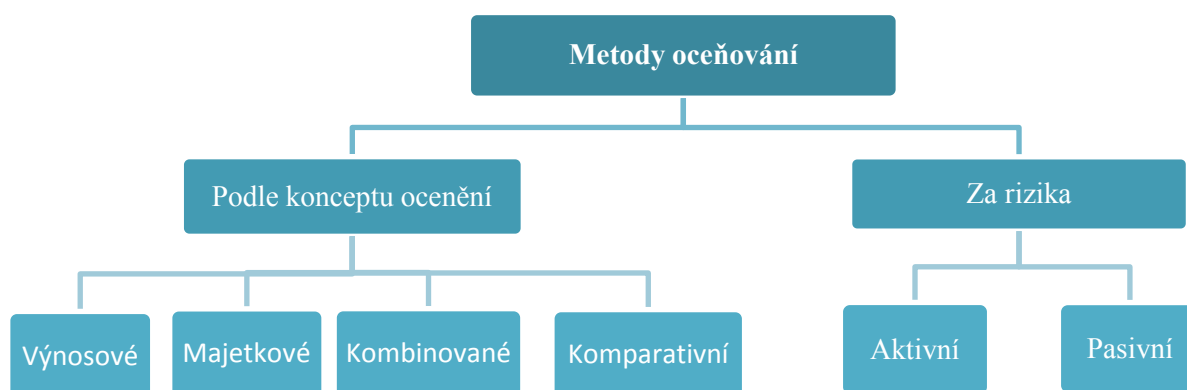
kde CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, $\frac{CZ}{Z}$ je daňová redukce a VK je vlastní kapitál.

2.5 Metody oceňování podniku

V současné době existuje celá řada metod pro stanovení hodnoty podniku. Volba metody oceňování rozhodujícím způsobem ovlivní, zda bude dosaženo cíle oceňování či nikoliv. Výběr konkrétní metody ovlivňuje především účel, za jakým se ocenění provádí a rovněž subjektivní postoj oceňovatele.

Jak tvrdí Dluhošová (2010), dle metodického konceptu ocenění existují 4 základní metody. Jedná se o metody výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. Podle toho, jestli budoucí finanční toky, z nichž je hodnota odvozena jsou rizikové a nejisté, tak ocenění probíhá za podmínek rizika. V případě, kdy se předpokládá pasivní přístup a neuvažuje se s aktivními zásahy managementu v budoucnu, pak lze použít metodu upraveného nákladu kapitálu nebo metodu jistotních ekvivalentů. Zcela novým přístupem oceňování jsou flexibilní metody za rizika. Jedná se o metody, které jsou založené na aplikaci metodologie reálných opcí. V takovém případě se již připouští a oceňují možné budoucí aktivní zásahy managementu. Základní členění metod oceňování podniku je zobrazeno v následujícím Obr. 2. 3.

Obr. 2.3 Přehled základních metod stanovení hodnoty podniku



Jak je možné vidět v Obr. 2.3, metody oceňování se podle konceptu ocenění člení na výnosové, majetkové, kombinované a komparativní. Do výnosových metod patří metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisků a metoda EVA. Mezi majetkové metody patří substanční hodnota, účetní hodnota a likvidační hodnota. Do komparativních metod lze zahrnout pouze metodu multiplikátorů.

Podle Dluhošová (2010), druhou skupinou oceňovacích metod jsou metody, u kterých ocenění probíhá za podmínek rizika. Pokud se předpokládá pasivní přístup, použije se metoda jistotních ekvivalentů nebo metoda upraveného nákladů kapitálu. Novým přístupem oceňování jsou flexibilní metody za rizika. V takovém případě se připouští a oceňují možné budoucí aktivní zásahy managementu.

2.5.1 Výnosové metody

Tato skupina metod vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jednoho držitele. Za užitek se u podniku považují budoucí ekonomické efekty, jako jsou například dividendy, finanční toky, zisk. U výnosových metod hodnota závisí především na definici budoucích výnosů, stanovení nákladů kapitálu a volbě časového horizontu (Dluhošová, 2010).

2.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků – (DCF – Discounted Cash Flow)

Metody diskontovaných peněžních toků patří v současné době k nejvíce používaným metodám v anglosaských zemích. Jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, jež plynou z podnikatelské činnosti. Při použití těchto metod je zapotřebí splnit tři základní úkoly. Prvním z nich je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění. Druhým, avšak neméně důležitým úkolem je stanovení nákladů kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány. Třetím a tedy i posledním úkolem je stanovení hodnoty pomocí vybrané metody ocenění.

Existují celkem čtyři základní metody oceňování podniku, které se liší podle toho, jestli je oceňován celkový nebo pouze vlastní kapitál, a dále podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Těmito metodami jsou:

- metoda DCF-Entity,
- metoda DCF-Equity,
- metoda DDM,
- metoda APV (Dluhošová, 2010).

Metoda DCF-Entity

Pomocí této metody je oceňován celkový kapitál. Je proto zapotřebí určit volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele, které budou diskontovány nákladem celkového kapitálu. Pomocí tohoto propočtu by se mělo dojít k tzv. tržnímu ocenění celkového kapitálu podniku. Metoda DCF-Entity má řadu výhod, a proto je zřejmě užívaná i celosvětovými oceňovacími firmami. Ocenění celkového kapitálu se vypočítá jako perpetuita pomocí vzorce

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.29)$$

kde $FCFF$ představuje volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele a $WACC$ jsou náklady celkového kapitálu (Mařík, 2011).

Metoda DCF-Equity

Na rozdíl od předchozí metody, kdy je oceňován celkový kapitál, je v případě metody DCF-Equity oceňován pouze vlastní kapitál. Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. $FCFE$ představuje volný peněžní tok, který zůstává ve společnosti po uspokojení věřitelů a také pro zajištění dalšího fungování podniku. Hodnotu podniku lze jako perpetuitu určit takto

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.30)$$

kde $FCFE$ je volný peněžní tok pro vlastníky a R_E představuje náklad na vlastní kapitál.

Metoda DDM (Dividend Discount Model)

V případě této metody je oceňován vlastní kapitál podniku. Jedná se o model, který je poměrně často používán v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. Existuje verze s konstantními FCF a také s konstantně rostoucími FCF , což je tzv. Gordonův dividendový model. Výpočet je následující

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g} \quad (2.31)$$

kde DIV je dividendy v běžném období, g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna a R_E je náklad na vlastní kapitál (Dluhošová, 2010).

Metoda APV (Adjusted Present Value)

Metoda APV slouží k ocenění celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezadlužené firmy, jež jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Tímto způsobem se získá hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo reálné zadlužený podnik ocenit, je důležité přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít diskontovat náklady dluhu. Hodnota podniku jako perpetuita se určí následovně

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.32)$$

kde $FCFE_U$ představuje finanční toky nezadlužené firmy, R_U jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, TS je daňový štít a R_D vyjadřuje náklady dluhu (Dluhošová, 2010).

Vymezení volných finančních toků

Jak tvrdí Dluhošová (2010), volné finanční toky FCF jsou obvykle chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a které se vztahují k určitému druhu kapitálu. Podle různé kategorie kapitálu rozlišujeme:

- volné finanční toky pro vlastníky a věřitele $FCFF$,
- volné finanční toky pro vlastníky $FCFE$,
- volné finanční toky pro věřitele $FCFD$.

Volné finanční toky, které se vztahují k celkovému kapitálu, představují všechny finanční toky, které je podnik schopen generovat z aktiv bez ohledu na to, jestli jsou určeny vlastníkům či věřitelům. Tyto volné finanční toky pro vlastníky a věřitele se vypočítají

$$FCFF = FCFE + FCFD \quad (2.33)$$

Volné finanční toky z pohledu vlastníků, které jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti se vypočítají takto

$$FCFE = EAT + odpisy - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.34)$$

kde EAT je zisk po zdanění, $\Delta\check{C}PK$ je změna stavu čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje a S je rozdíl čerpání dluhu.

Volné finanční toky z pohledu věřitelů se vypočítají pomocí následujícího vzorce

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.35)$$

kde t představuje sazbu daně z příjmu, $-S$ je saldo z pohledu banky, tedy rozdíl příjmů z inkasovaných splátek z dluhu minus poskytnuté úvěry.

Z výše uvedeného jednoznačně vyplývá, že $FCFF$, tedy peněžní toky z celkového kapitálu, lze určit jako

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + \text{úroky} \cdot (1 - t) \quad (2.36)$$

U finančních toků celkového kapitálu se nevyskytuje složka salda financování S , protože se z pohledu vlastníků a věřitelů tato složka kompenzuje a tudíž vyruší. Pomocí provozního zisku před zdaněním je možné peněžní toky z celkového kapitálu zapsat

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV, \quad (2.37)$$

kde $EBIT$ je provozní zisk před zdaněním.

2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných zisků patří k nejjednodušším metodám, prostřednictvím kterých je možné přímo stanovit hodnotu daného podniku. Propagátorem a zastáncem této metody v Evropě byl německý teoretik Konrad Mellerowicz (Kislingerová, 2001).

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z historických dat. Výpočet hodnoty podniku je založen na stanovení trvale udržitelného zisku, což je účetní zisk upravený o určité položky. Těmito položkami jsou odpisy reálného opotřebení, skryté rezervy, mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru aj. Propočet trvale udržitelného zisku je

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.38)$$

kde T je počet let zahrnutých do výpočtu, Z_t je zisk v minulých obdobích upravený o korekce a w_t jsou váhy přiřazené jednotlivých obdobím (Dluhošová, 2010).

Odhad hodnoty podniku na bázi trvalého zisku v případě perpetuity lze vypočítat následovně

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.39)$$

kde Z představuje trvale udržitelný zisk a R jsou náklady kapitálu (Dluhošová, 2010).

2.5.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomicky přidaná hodnota se stále více prosazuje nejenom v ekonomické teorii, ale také v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Hlavním rozdílem oproti jiným metodám ocenění je využití ukazatele EVA, který je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu.

Ekonomicky přidaná hodnota je veličina, kterou je možné použít jako nástroj finanční analýzy, řízení a oceňování podniku. Jedná se prakticky o ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky ukazatelů, které se doposud pro tento účel používaly. Princip této metody vychází z měření ekonomického zisku, který pokrývá kromě běžných nákladů také náklady kapitálu, včetně nákladů na kapitál vlastní. Jinak řečeno, podnik může dosahovat účetního zisku, ale pokud tento zisk není natolik vysoký, aby pokryl i náklady na vložený vlastní kapitál, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale ztráty (Mařík, 2011).

Základní obecná podoba vzorce pro výpočet ekonomické přidané hodnoty má tvar

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (2.40)$$

kde $NOPAT$ je zisk z operační činnosti podniku po dani, $Capital$ je kapitál vázaný v aktivech, jež slouží operační činnosti podniku, $WACC$ jsou vážené průměrné náklady kapitálu.

Výhodou této metody je vypovídací schopnost o tom, jaká hodnota k datu ocenění již existuje a jaká část hodnoty vzniká v budoucnu.

2.5.2 Majetkové metody ocenění

Jedná se o metody, které pracují na matkovém principu a vedou k zajištění majetkové podstaty podniku. Koncept ocenění u těchto metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. V případě majetkových metod ocenění se vychází z publikace autora Dluhošová (2010).

Účetní metoda

Při výpočtu účetní metody se vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Hodnota podniku je odvozena z historických cen, tzn. z cen, za které byl majetek pořízen. Podstata této metody spočívá v ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazku, dluhů a to v nominálních hodnotách. Hodnota vlastního kapitálu se stanoví jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků a dluhů.

Substanční metoda

Tato metoda odráží tržní podmínky, protože ocenění jednotlivých aktiv se provádí v reprodukčních pořizovacích cenách. Výpočet substanční hodnoty spočívá ve dvou krocích. Prvním krokem je stanovení substanční hodnoty brutto S_b . Tato hodnota se vypočítá jako součet souhrnu majetkových hodnot v reprodukčních cenách a výnosů z prodeje nepotřebného majetku. Druhým krokem je stanovení substanční hodnoty netto S_n , kdy se od substanční hodnoty brutto odečte hodnota závazků a dluhů v reálných cenách. Pomocí této metody lze reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku.

Metoda likvidační hodnoty

Poslední majetkovou metodou je metoda likvidační hodnota. Její podstata spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Předpokladem použití této metody je, že společnost už nebude pokračovat ve své činnosti, jednotlivá aktiva rozprodá a splatí veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Tato metoda tvoří dolní hranici hodnoty podniku.

2.5.3 Metody komparativní

Tyto metody bývají také často označovány jako metody relativního oceňování či metody tržního srovnání. Podstata těchto metod spočívá v odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Hodnotu podniku lze pomocí této metody stanovit takto

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.41)$$

Jak vyplývá z výše uvedeného vzorce, důležité u těchto metod je určení multiplikátorů, pomocí nichž jsou zohledňovány rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňovaného a srovnávaného podniku. Multiplikátory se dají stanovit různými způsoby.

Například při stanovení hodnoty vlastního kapitálu, se použije multiplikátor P/E, což je podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii. Hodnota vlastního kapitálu podniku se pak vypočte

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.42)$$

Při stanovení hodnoty aktiv lze použít multiplikátor MV/BV, který se vypočítá jako podíl tržní hodnoty a účetní hodnoty firmy. Hodnota celkových aktiv se vypočte jako

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ÚH aktiv}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.43)$$

kde ÚH aktiv je účetní hodnota aktiv (Dluhošová, 2010).

V České republice jsou komparativní metody používány jen velmi málo. Hlavní důvod spočívá v tom, že najít srovnatelný podnik na tak malém veřejném kapitálovém trhu je velmi obtížné.

2.5.4 Kombinované metody

Tyto metody se snaží kombinovat majetkové a výnosové ocenění. Někdy jsou také nazývány jako korigované výnosové metody. U těchto metod je hodnota založena na průměru propočtených hodnot dle výše uvedených metod. Výpočet lze určit jako vážený průměr

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.44)$$

kde w_i jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám, V_i je hodnota propočtená dle jednotlivých metod, přitom $w_i \in [0; 1]$ a $\sum_i w_i = 1$.

Častým způsobem je aplikace kombinace ocenění výnosového a substančního, protože se zohledňuje majetková a zároveň i výnosová stránka podniku. V praxi se nejčastěji používá kombinace majetkové a výnosové stránky podniku, protože použití obou výše zmíněných odlišných metod vede k výrazně odlišným výsledkům (Mařík, 2011).

2.5.5 Fázové metody

V dnešní době se stále více předpokládá, že podnik bude vykonávat svou činnost v neomezeném časovém horizontu. Napláňovat takové peněžní toky, které budou plynout

v neomezeném časovém období, je velmi náročné. Firma během své existence prochází nejrůznějšími fázemi vývoje. Jak tvrdí Dluhošová (2010), podle toho, kolika fázemi bude při výhledu ocenění procházet, se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a vícefázové. Nejčastěji se fázové metody uplatňují u metody diskontovaných peněžních toků.

Jednofázová metoda

Pokud se předpokládá při neomezeném trvání společnost pouze jediná fáze vývoje, jedná se o nejjednodušší způsob výpočtu fázových metod, o tzv. perpetuitu. Hodnota podniku se tak určí při konstantních peněžních tocích jako

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.45)$$

nebo s tempem růstu, poklesu g ,

$$V = \frac{FCF}{R-g}, \quad (2.46)$$

kde FCF představují volné peněžní toky, R jsou náklady kapitálu, g je tempo růstu.

Dvoufázová metoda

Dvoufázová metoda vychází z jednoduché představy, že budoucí období je možné rozdělit na dvě fáze. První fáze je obvykle plánovaná na 4 až 6 let, kdy je situace lépe předvídatelná a je možné přesněji určit plánované volné peněžní toky, které plynou z podnikové činnosti. V první fázi lze volné finanční toky určit jako

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+R_1)^{-t}, \quad (2.47)$$

kde V_1 je hodnota podniku v první fázi, t jsou jednotlivé roky, T je délka první fáze a R_1 představují náklady kapitálu v první fázi.

Po ukončení první fáze bezprostředně následuje druhá fáze. Tato fáze trvá do nekonečna a předpokládá se, že v této fázi lze stanovit a odhadnout pouze trend vývoje dalších finančních toků. Ve druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou, která

představuje hodnotu podniku za druhou fází k počátku druhé fáze. Za předpokladu konstantních finančních toků ve druhé fázi, lze pokračující hodnotu stanovit následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.48)$$

kde PH je pokračující hodnota a R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Pokud se předpokládá konstantní růst volných peněžních toků, tak obecný vzorec vypadá následně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.49)$$

Po stanovení pokračující hodnoty lze určit hodnotu firmy ve druhé fázi, která se vypočítá jako

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.50)$$

kde V_2 je hodnota podniku ve druhé fázi.

Hodnotu firmy souhrnně za obě dvě fáze lze určit jako jejich součet následovně

$$V = V_1 + V_2 \quad (2.51)$$

Vícefázové metody

Zobecněním dvoufázové metody je vícefázová metoda, u níž je vývoj FCF rozdělen do různých fází s různým vývojem. U vícefázové metody se rovněž předpokládá, že poslední fáze má neomezené trvání. Hodnotu podniku lze obecně vyjádřit dle vzorce

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n \quad (2.52)$$

Totéž je možné vyjádřit pomocí fázových hodnot, které představují hodnotu firmy za danou fází k počátku dané fáze, přičemž je důležité fázovou hodnotu diskontovat k momentu ocenění, aby bylo možné získat hodnotu za danou fází. Výpočet je následující

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1+R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1+R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1+R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1+R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.53)$$

kde FH je fázová hodnota, T_i udává délku od momentu oceňování po konec i -té fáze. Fázovou hodnotu lze pak obecně určit dle vzorce

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1+g_t}{(1+R_i)^t}, \quad (2.54)$$

kde $Q_i = T_i - T_{i-1}$ je délka fáze.

2.6 Analýza citlivosti

Jak uvádí Mařík (2011), ve finanční teorii se mnohdy vyskytují dva pojmy. Jedná se o riziko a nejistotu. Nikdy není reálné určit budoucí vývoj se stoprocentní pravděpodobností, a proto dochází k odchýlení skutečných dosažených výsledků od očekávaného výsledku podnikatelské činnosti. Je proto zapotřebí sestavit analýzu citlivosti, která informuje o tom, jak jsou dosažené výsledky ocenění citlivé na změnu jednoho nebo více zásadních parametrů. Analýza citlivosti bývá také někdy označována jako „What If...“, což v českém překladu znamená „Co když...“ analýza, podle otázky, na kterou hledá odpověď. Princip analýzy citlivosti spočívá v tom, že se hlavní proměnné sníží a zvýší oproti základní prognóze o několik procent. Za předpokladu, že se syntetický finanční ukazatel vyjádří jako funkce dílčích ukazatelů,

$$U = f(F_1, F_2 \dots F_n), \quad (2.55)$$

pak se citlivost souhrnného ukazatele na první faktor dá stanovit dvojím způsobem, jednak jako hodnota při změně faktoru takto

$$U_{1+\alpha}^{F1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n], \quad (2.56)$$

nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n] - U, \quad (2.57)$$

kde α představuje relativní odchylku, která může být kladná i záporná (Dluhošová, 2010).

3 Finanční charakteristika výrobního podniku

Předmětem této kapitoly je představení vybrané společnosti a provedení analýz, které jsou důležité pro ocenění podniku. V první části této kapitoly bude tedy popsána vybraná společnost, včetně její historie, předmětu činnosti, vztahů k životnímu prostředí apod. Ve druhé části bude provedena strategická analýza, která napomáhá identifikovat vnitřní a vnější prostředí podniku. Obsahem třetí části bude finanční analýza, jež podává celkový obraz o finanční situaci podniku. Na konci této kapitoly bude sestavena SWOT analýza.

3.1 Základní údaje o společnost ŽĐAS, a. s.

Obchodní firma:	ŽĐAS, a. s.
Sídlo:	Žďár nad Sázavou, Strojírenská 6, PSČ: 591 71
Identifikační číslo:	46347160
Právní forma:	akciová společnost
Zahájení výroby:	27. 8. 1951
Založení společnosti:	30. 4. 1992
Majitel:	Železiarne Podbrezová, a.s.
Základní kapitál:	1 395 303 000 Kč

Společnost ŽĐAS, a. s. zahájila svoji činnost před více než 60 lety a v současné době zaměstnává okolo 2 500 pracovníků. ŽĐAS, a. s. patří do skupiny firem Železiarne Podbrezová Group, jejímž lídrem je přední světový výrobce ocelových trubek Železiarne Podbrezová, a. s. se sídlem na Slovensku.

Výrobní program společnosti je zaměřen na výrobu tvářecích strojů, zařízení na zpracování válcovaných výrobků, odlitků, kovacích lisů a nástrojů především pro automobilový průmysl. Veškerá výroba probíhá ve vlastních výrobních halách, které jsou vybaveny nejrůznějšími stroji k provádění těžkého i lehkého obrábění, montáže a testování jednotlivých výrobků. Společnost se nezabývá pouze výrobou, ale zajišťuje také povýrobní servis a údržbu dodaných zařízení. Servisní pracoviště společnosti ŽĐAS, a. s. jsou k dispozici téměř 24 hodin denně a není oblast, ve které by si zkušení servisní pracovníci nedokázali poradit.

Moderní základna projekce a vývoje společně s mezinárodními certifikacemi a kvalifikovanými pracovníky jsou zárukou kvality a spolehlivosti výrobků firmy ŽĐAS, a. s.

3.1.1 Historie společnosti

Historie společnosti ŽĐAS, a. s. je spojena se založením žďárského cisterciáckého kláštera. V té době přicházeli do kraje první prospektoři, kteří se zabývali hledáním nejdříve stříbrné a později železné rudy. Na začátku 17. století byl v samotném areálu žďárského kláštera zahájen provoz první vysoké pece s nepřímým způsobem výroby železa. V roce 1838 byl v železárnách v Polničce u Žďáru zahájen provoz válcovny na výrobu železničních kolejnic. V té době komplex Ransko-polničských železáren patřil k největším v českých zemích a dodával hutnické a strojírenské výrobky po celé Evropě. O pár let později došlo v důsledku dlouhotrvající krize k ukončení a zániku intenzivní železárenské výroby na Žďársku. Až teprve v roce 1951 odlitím tradičního zvonu byla obnovena historická tradice a došlo k zahájení výroby největšího podniku Českomoravské vysočiny, dnešní akciové společnosti ŽĐAS. Dne 28. dubna 1992 byla založena Fondem národního majetku České republiky akciová společnost ŽĐAS, jež vznikla zapsáním do obchodního rejstříku 30. dubna 1992. O deset let později vstoupil do společnosti strategický partner a nynější majoritní vlastník, slovenská firma Železiarne Podbrezová, a.s.

V současné době společnost ŽĐAS, a. s. patří k předním výrobcům českého těžkého průmyslu.

3.1.2 Výrobní program

Mezi základní výrobní obory, kterými se společnost zabývá, patří výroba metalurgických komponentů a polotvarů. Jedná se především o produkci a dodávky velmi kvalitních odlitků, ingotů, slévárenských modelů a řady dalších doprovodných služeb. Při výrobě je kladen velký důraz na včasné zpracování objednávek a celé technické dokumentace, ze které se pak následně vychází při vlastní technické přípravě výroby, výrobním a kontrolním postupu. V důsledku zvyšování kvality je používán integrovaný systém řízení ISO 9001:2008, ISO 14001 a OHSAS 18001.

Kromě výroby metalurgických komponentů a polotovarů se společnost soustředí také na výrobu tvářecích strojů. Díky moderně vybaveným výrobním provozům a zkušenosti konstrukčního týmu, jsou dnes vedle unifikovaných řad jednotlivých typů tvářecích strojů nabízeny také návrhy a realizace nestandardních kusových či specializovaných strojů. ŽĐAS, a. s. se tak řadí mezi přední výrobce tvářecích strojů, kteří jsou zákazníkovi schopni navrhnout zařízení podle specifických požadavků.

Podstatnou část produkce tvoří také sortiment válcoven a zařízení na zpracování válcovaných výrobků. Společnost se zabývá převážně výrobou inspekčních linek pro úpravu tyčí, dělicích linek na plechy, lisovacích nástrojů, výrobou dílů pro energetiku a přesné strojírenství atd.

Společnost provádí a zajišťuje také různé demontáže, opravy a montáže. Veškerá zařízení jsou montována vlastní technikou firmy, v dobré kvalitě a v požadovaných termínech. Kromě montáží prováděných na území České republiky byly v minulých letech uskutečněny také důležité montáže v Íránu, Turecku, Rumunsku, Pákistánu a v bývalé Jugoslávii.

3.1.3 Ekologie

ŽDAS, a. s. se nachází v chráněné krajinné oblasti Žďárské vrchy, která patří mezi nejčistší krajinné celky v České republice. Z toho důvodu vzniká přirozený tlak okolí na to, aby společnost usilovala o co nejpríznivější dopad své činnosti na životní prostředí. V posledních několika letech společnost investovala do ochrany ovzduší, vod a půdy.

V oblasti ochrany ovzduší dosáhla v uplynulých 15 letech výrazného snížení objemu emisí znečišťujících látek, což se odráží i v celkové výši ročních poplatků za znečištění ovzduší, které musí platit. V současné době se částka pohybuje okolo řádů statisíců korun, přičemž v 90. letech poplatky za znečištění překračovaly 1 mil. Kč. V oblasti ochrany vod provádí společnost po celém obvodu areálu pozorovací vrty, které slouží ke zjištění a lokalizaci případného znečištění podzemních vod. ŽDAS, a. s. se věnuje také správnému nakládání s odpady. Důležitým základem je jejich třídění podle kategorie nebezpečnosti a druhů přímo v místě jejich vzniku. Vytříděné odpady jsou následně předávány specializovaným firmám k jejich dalšímu využití nebo likvidaci. Zbývající část nebezpečných odpadů je buď spalována, nebo ukládána na řízené skládky.

3.1.4 Bezpečnost a ochrana zdraví při práci

Společnost věnuje hlavně svou pozornost bezpečnosti a ochraně zdraví při práci. Každý rok jsou do plánu investic zařazeny různé investiční akce, které mají vést ke zlepšení BOZP. Od roku 1980 byly do této oblasti realizovány investice v řádech stovek milionů korun. V průběhu několika let došlo k poklesu koncentrací škodlivých faktorů především na rizikových pracovištích, a tím i ke zlepšení pracovních podmínek zaměstnanců.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je velmi důležitou součástí oceňovacího procesu. V rámci strategické analýzy bude nejdříve provedena analýza makroprostředí, poté bude následovat analýza mikroprostředí.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Na výkonnost podniku má velmi podstatný vliv makroprostředí, ve kterém podnik působí. Je proto důležité posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik působil nejenom v minulosti, ale také v současnosti a především určit prognózu vývoje do budoucnosti. V rámci analýzy makroprostředí bude zkoumán vývoj hrubého domácího produktu, inflace, nezaměstnanosti, úrokových sazeb a měnového kurzu.

Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) patří k nejsledovanějším a zároveň také k nejdůležitějším makroekonomickým veličinám, neboť hovoří o úspěchu či neúspěchu hospodaření dané země. Hrubý domácí produkt je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území. HDP se používá pro stanovení výkonnosti ekonomiky. Vývoj hrubého domácího produktu České republiky za období 2007 – 2012 je uveden v následující Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Vývoj HDP v letech 2007 - 2012

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
HDP (v mld. Kč), běžné ceny	3 662,6	3 848,4	3 759,0	3 790,9	3 823,4	3 845,9
HDP (v mld. Kč), stálé ceny	3 535,5	3 689,0	3 628,1	3 667,6	3 807,2	3 843,9
HDP meziročně v %	6,10	2,5	-4,1	2,2	1,70	-1,2

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka

Jak lze vidět v Tab. 3.1, HDP v České republice dosahoval nejvyšších hodnot v letech 2008 a 2012. Ve druhé polovině roku 2008 zasáhla českou ekonomiku hospodářská krize. Hospodářský růst se především na konci roku výrazně zpomalil a hrubý domácí produkt tak meziročně vzrostl pouze o 2,5 %. Zpomalení růstu HDP bylo způsobeno nižším tempem růstu spotřeby domácností, posilováním koruny a v neposlední řadě také růstem cen surovin. V roce 2009 zaznamenala česká ekonomika historický propad, kdy došlo ke snížení hrubého domácího produktu meziročně reálně o 4,1 %. Klesala výkonnost zpracovatelského průmyslu,

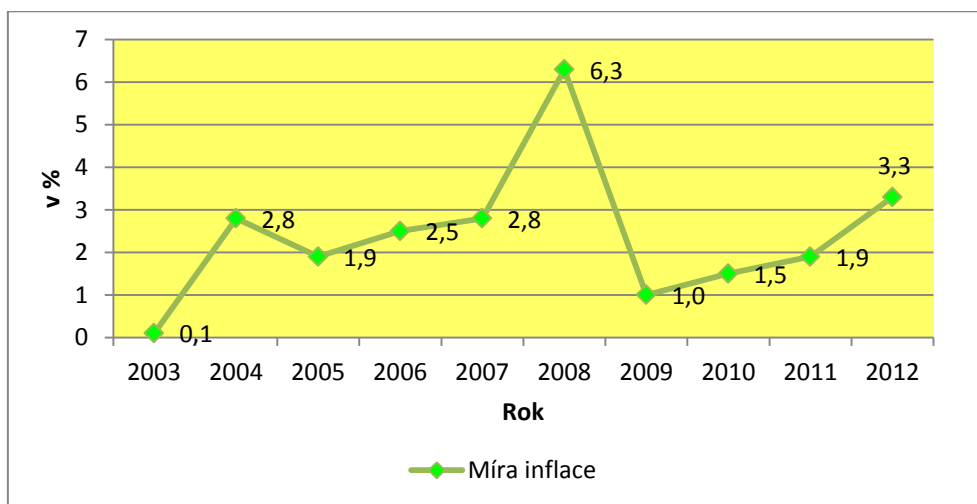
se kterým byl spojen pokles zaměstnanosti a následné propouštění pracovníků. V roce 2010 došlo k meziročnímu růstu HDP o 2,2 % a to hlavně díky zpracovatelskému průmyslu. Postupně se začal obnovovat export, kterého využili hlavně výrobci dopravních prostředků, odvětví elektrotechnického průmyslu a strojírenství. V následujících letech začal hrubý domácí produkt opět růst. Důvodem tohoto růstu bylo zlepšení situace a postupné ožívání světové i české ekonomiky.

Velmi důležitá je také prognóza vývoje hrubého domácího produktu do budoucna. Ministerstvo financí České republiky uvádí prognózu vývoje HDP na svých internetových stránkách a odhaduje, že HDP v roce 2013 poklesne meziročně reálně o 1,4 %. Pro rok 2014 dále prognózuje meziroční reálný růst o 1,4 % a v roce 2015 předpokládá růst až o 2,0 %.

Míra inflace

Míra inflace vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku. V následujícím Grafu 3. 1 je zaznamenána míra inflace v letech 2003 – 2012.

Graf 3.1 Míra inflace za období 2003 - 2012



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní konstrukce

Z výše uvedeného Grafu 3.1 je na první pohled patrné, že míra inflace začala od roku 2005 vykazovat rostoucí trend vývoje, který vyvrcholil v roce 2008, kdy průměrná meziroční míra inflace dosáhla hodnoty 6,3 %. Tento růst byl ovlivněn řadou faktorů. Mezi nejvýznamnější faktory lze zařadit především růst cen potravin, zvýšení DPH z 5 % na 9 % u

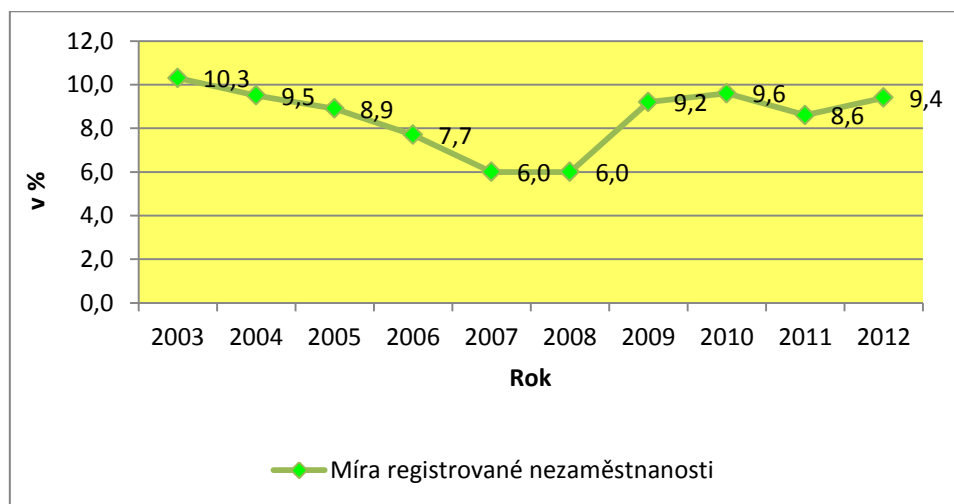
vybraných druhů zboží a služeb, zavedením regulačních poplatků, zvýšením spotřební daně u tabákových výrobků aj. Naopak v následujícím roce, tj. v roce 2009, se průměrná meziroční míra inflace dostala na jednu ze svých nejnižších hodnot, a to přesně na 1 %. Tento rapidní pokles byl spjat s ekonomickou krizí, která zasáhla i Českou republiku. V roce 2010 došlo oproti předchozímu roku k mírnému nárůstu průměrné meziroční míry inflace a tento trend pokračuje až do roku 2012.

Na stránkách Ministerstva financí České republiky je rovněž uvedena prognóza průměrné meziroční míry inflace na roky 2013, 2014 a 2015. Odhad průměrné meziroční míry inflace je pro rok 2013 1,4 %, pro rok 2014 1,0 % a pro rok 2015 je odhad ve výši 2,4 %.

Míra nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti je dalším významným faktorem, který má podstatný vliv na činnost a působení podniku. V tomto případě se sleduje míra registrované nezaměstnanosti, která se vypočítá jako podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. V níže uvedeném Grafu 3.2 je uveden procentuální vývoj registrované míry nezaměstnanosti v České republice.

Graf 3.2 Míra registrované nezaměstnanosti 2003 - 2012



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní konstrukce

Z výše uvedeného Grafu 3.2 je patrné, že míra registrované nezaměstnanosti měla od roku 2003 klesající tendenci. Nejnižších hodnot dosahovala v roce 2007 a 2008, kdy míra registrované nezaměstnanosti byla téměř o polovinu nižší než v roce 2003. Tento klesající trend byl však zastaven v roce 2009, kdy se do české ekonomiky plně promítla globální

ekonomická krize a míra registrované nezaměstnanosti vzrostla na 9,2 %. Pro mnoho lidí byl tento rok velmi kritický. Přicházeli o svou práci a jen těžko si hledali nové zaměstnání. Úřady práce byly plné nezaměstnaných lidí a stát musel vyplácet podpory v nezaměstnanosti. Podobný vývoj jako v roce 2009 byl zaznamenán i v roce 2010, kdy míra registrované nezaměstnanosti rostla a dosáhla hodnoty 9,6 %. V roce 2011 však klesla pod hranici 9 %, ale v roce 2012 zase vzrostla.

Ministerstvo práce a sociálních věcí ČR má na svých internetových stránkách uvedenou prognózu míry registrované nezaměstnanosti pro roky 2013, 2014 a 2015. Ve všech letech odhaduje, že se registrovaná míra nezaměstnanosti bude pohybovat na úrovni okolo 8 %.

Úrokové sazby

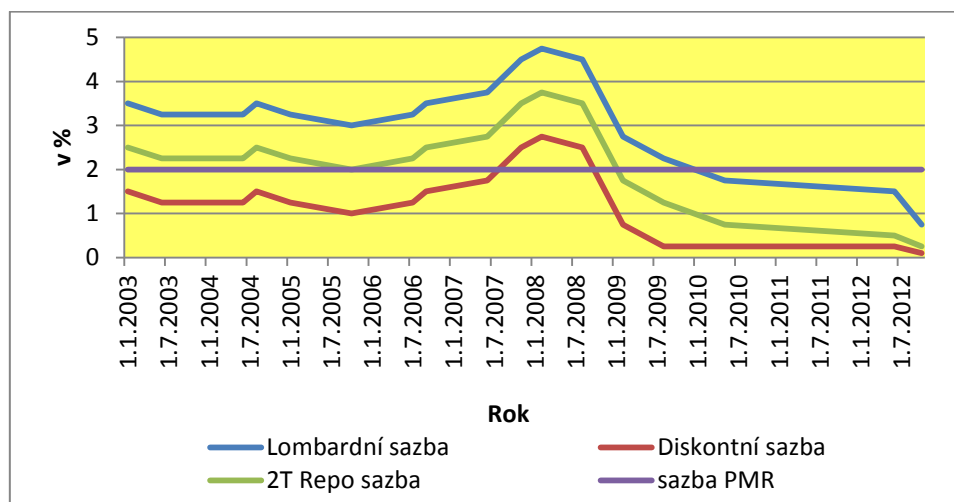
V souvislosti s úrokovými sazbami je důležité zaměřit se na úrokové sazby ČNB. Každá banka a pobočka zahraniční banky, která má v České republice bankovní licenci, je povinna držet na svém účtu v Zúčtovacím centru ČNB předem stanový objem peněžních prostředků. Tento objem peněžních prostředků se nazývá povinné minimální rezervy.

Banky mají možnost uložit přes noc u České národní banky bez zajištění svou přebytkovou likviditu. Musí o to však požádat 15 minut před uzávěrkou účetního dne v Zúčtovacím centru ČNB. Takto uložená depozita jsou úročena diskontní sazbou, která proto obvykle představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Lombardní sazba je úrok z lombardního úvěru, který je poskytován centrální bankou komerčním bankám proti zajištění zástavou cenných papírů. Banky mají možnost přes noc vypůjčit si od ČNB formou repo operace likviditu. Důležitou podmínkou však je, že o to musí požádat nejpozději 25 minut před uzávěrkou účetního dne v Zúčtovacím centru ČNB. Tato sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Repo operace představují hlavní měnový nástroj ČNB, kterým ovlivňují množství peněz v ekonomice. Prodejem svých cenných papírů banka stahuje měnu z oběhu a naopak. Obě strany se při této operaci zavazují, že po uplynutí doby splatnosti ČNB vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu, která je zvýšená o dohodnutý úrok a věřitelská banka zase vrátí ČNB její cenné papíry. Repo sazba slouží jako maximální limitní částka, za kterou mohou být banky při těchto operacích uspokojovány. Vývoj těchto čtyř úrokových sazeb ČNB je zaznamenán v následujícím Grafu 3.3.

Graf 3.3 Vývoj úrokových sazeb České národní banky



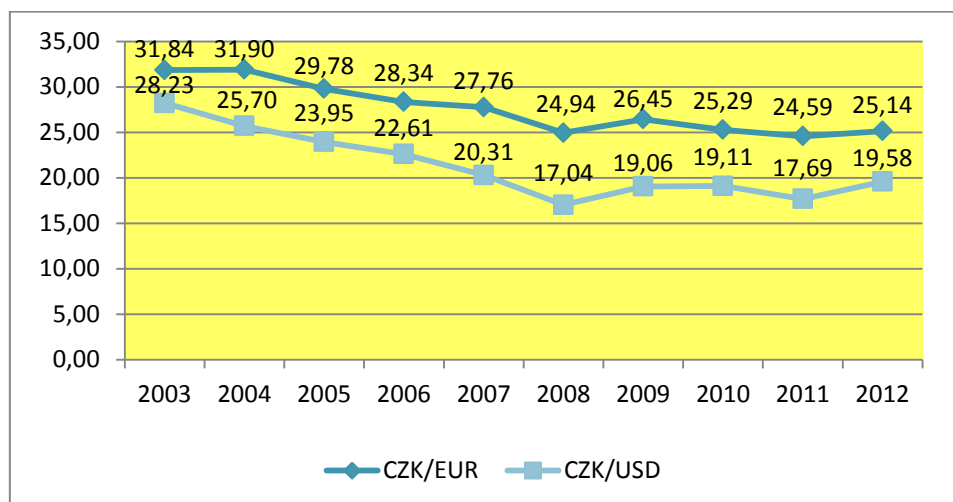
Zdroj: Česká národní banka, vlastní konstrukce

V Grafu 3.3 lze vidět, že úrokové sazby měly v prvních třech letech kolísavý trend vývoje, avšak od roku 2005 začaly růst. Od druhé poloviny roku 2008 začaly z důvodu finanční krize klesat. Výjimku tvoří pouze sazba povinných minimálních rezerv, která je po celou dobu ve výši 2 %.

Měnové kurzy

Vývoj kurzu české koruny má pro oceňovanou společnost ŽDAS, a. s. velký význam. Důvodem je především to, že společnost ŽDAS, a. s. má širokou škálu odběratelů i mimo Českou republiku. Pokud bude docházet k posilování měny, zboží se stane dražší pro zahraniční odběratele a budou ho méně kupovat. Naopak oslabení měny povede k tomu, že se zboží stane levnějším pro zahraniční odběratele a budou mít větší zájem ho kupovat. Kolísání měnového kurzu pro vývozce není příliš pozitivní, protože je velmi složité odhadnout jejich budoucí tržby a také je tím ovlivněna konečná roční bilance podniku. Společnost ŽDAS, a.s. hodně vyváží do zemí Evropské unie a také do USA, a proto bude analyzován vývoj české koruny k euru a také k dolaru. Vývoj CZK/EUR a CZK/USD v letech 2003 – 2012 je zaznamenán v následujícím Grafu 3.4.

Graf 3.4 Vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD v letech 2003 - 2012



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní konstrukce

Z výše uvedeného Grafu 3.4 je patrné, že v roce 2005 došlo ke snížení měnového kurzu na 29,78 CZK/EUR a 23,95 CZK/USD. Koruna tedy oproti předchozímu roku, tj. 2004 posílila a došlo ke snížení vývozu a zvýšení dovozu. Kurz koruny vůči euru posiloval až do roku 2008, kdy dosáhl hodnoty 24,94 CZK/EUR. V tomto roce se česká koruna dostala na své minimum a stala se tak jednou z nejrychleji posilujících a nejdramatičtěji oslabujících měn na světě. V následujícím roce však koruna vůči euru oslabila a dostala se na hodnotu 26,45 CZK/EUR. Na tomto oslabení se podílela problémová komunikace centrální banky a vlády, a to konkrétně vyjádření guvernéra a viceguvernéra ČNB o nepřiměřeném vývoji kurzu koruny. V následujících dvou letech došlo opět k posílení koruny vůči euru, avšak v posledním sledovaném roce koruna vůči euru oslabila.

Koruna vůči dolaru od roku 2003 až do roku 2008 posilovala a v roce 2008 se dostala na své minimum. Ve zbývajících čtyřech letech sledovaného období měl kurz koruny vůči dolaru kolísavý trend vývoje.

Ministerstvo financí České republiky uvádí prognózu vývoje kurzu CZK/EUR na roky 2013, 2014 a 2015. V roce 2013 odhaduje zvýšení měnového kurzu na 26,00 CZK/EUR a v roce 2014 dokonce na 27,3 CZK/EUR. V posledním roce předpokládá snížení měnového kurzu na 27,2 CZK/EUR.

3.2.2 Analýza mikroprostředí

Smyslem analýzy mikroprostředí je identifikovat charakteristické znaky odvětví, ve kterém podnik působí. Proto jde zde důležité správně zařadit podnik do konkrétního odvětví.

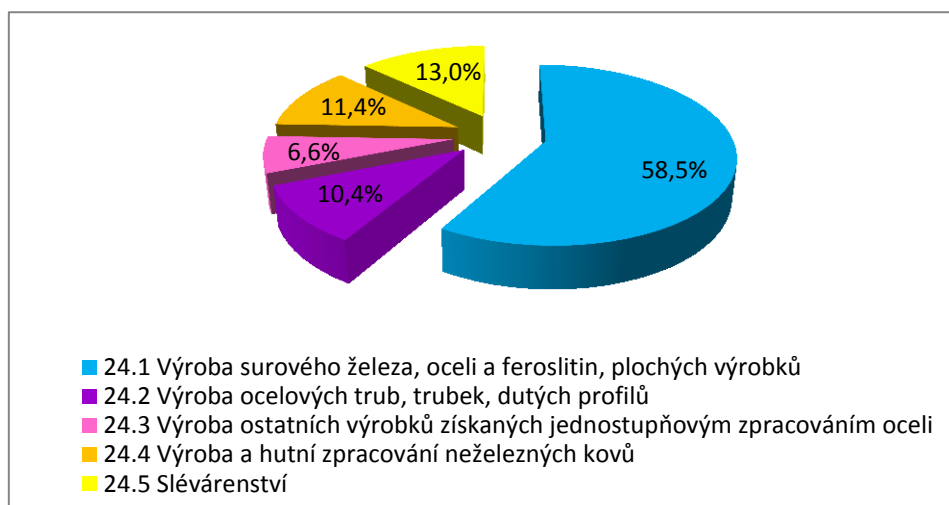
Charakteristika odvětví

ŽĎAS, a.s. v rámci odvětvové klasifikace ekonomických činností CZ-NACE můžeme zařadit do několika odvětví. Rozhodujícím předmětem podnikání je však výroba surového železa, oceli, feroslitin a plochých výrobků. V klasifikaci ekonomických činností je tento předmět podnikání umístěn v sekci C – zpracovatelský průmysl.

- **sekce C – zpracovatelský průmysl,**
- **24 – výroba základních kovů, hutní zpracování kovů, slévárenství,**
- **24.1 - výroba surového železa, oceli a feroslitin, plochých výrobků.**

Nejdůležitější v tomto odvětví jsou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb CZ-NACE 24, které se od roku 2006 pohybovaly v rozmezí od 221 do 233 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že náš zpracovatelský průmysl je značně proexportně orientován, vedla odbytová krize ve světě i k výraznému snížení poptávky po ocelářských výrobcích od 2. pololetí 2008. V průběhu 1. pololetí 2009 sice došlo k určitému oživení poptávky, ale zrealizované objemy dodávek byly podstatně nižší než v období před krizí. Další snížení poptávky nastalo koncem roku 2009. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb se v tomto odvětví oproti roku 2008 snížily téměř o 93 mld. Kč. V následujících dvou letech dochází k nárůstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, avšak v roce 2012 dochází opět ke snížení těchto tržeb. V Grafu 3.5 jsou uvedeny podíly skupin CZ-NACE 24 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb.

Graf 3.5 Podíly skupin CZ-NACE 24 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v roce 2012



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

Z Grafu 3.5 je patrné, že výroba surového železa, oceli, feroslitin a plochých výrobků, které tvoří hlavní předmět podnikání společnosti ŽDAS, a. s., zaujímá v rámci sledovaného oddílu s 58,5 % dominantní postavení v tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Naopak nejméně se na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb podílela výroba ostatních výrobků získaných jednostupňovým zpracováním oceli a to konkrétně 6,6 %. Zbývající tři skupiny zaujímají v rámci sledovaného oddílu přibližně stejné zastoupení.

Dodavatelsko-odběratelské vztahy

ŽDAS, a. s. má stále více odběratelů nejenom z České republiky, ale také ze zahraničí. Společnost našla své odběratele v mnoha zemích Evropské unie, USA, Rumunsku, Japonsku, Švýcarsku a v neposlední řadě také i v Argentině. O dobrém image a o silném postavení na trhu svědčí nejenom velké množství států, do kterých se společnosti podařilo se svými produkty podniknout, ale také o množství vyspělých ekonomik, které ŽDAS, a.s. přijaly mezi své dodavatele. Kromě významných zahraničních odběratelů má společnost také velkou základnu domácích odběratelů. Mezi nejznámější domácí odběratele patří Škoda Auto a.s., ŠKODA HOLDING a.s., Strojimport a.s., BONATRANS a.s. aj.

Konkurence

Konkurence v odvětví CZ-NACE 24.1 je poměrně velká, neboť toto odvětví zahrnuje širokou škálu od výroby surového železa, oceli až po tváření výrobků za tepla. Každá část výroby má svoji specifickou konkurenci. Mezi nejvýznamnější a největší konkurenty ŽDAS a.s. v České republice patří ArcelorMittal Ostrava a.s. a Třinecké železářny, a.s. Částečně k nim patří také i EVRAZ VÍTKOVICE STEEL, a.s., který se ale v poslední době potýká se značnými odbytovými problémy. Pokud si chce společnost ŽDAS a.s. udržet i nadále své místo na trhu mezi těmito velkými konkurenty, měla by dbát o kvalitu své produkce, dodržovat sjednané smlouvy, inovovat výrobní zařízení a věnovat se také oblasti výzkumu a vývoje.

3.3 Finanční analýza

Pomocí finanční analýzy bude zhodnocena finanční situace vybraného výrobního podniku. Ke zhodnocení finanční situace bude použita analýza účetních výkazů (horizontální a vertikální analýza) a poměrová analýza. Veškeré informace jsou čerpány z účetních výkazů společnosti ŽDAS, a. s. za roky 2008 – 2012, a to z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. (viz přílohy).

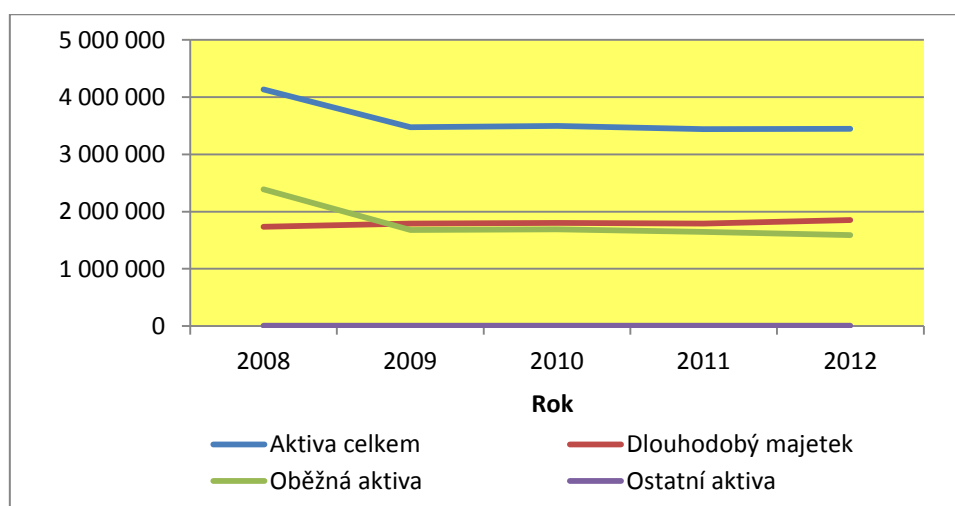
3.3.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza je provedena u rozvahy a výkazu zisku a ztráty za roky 2008 – 2012. Veškeré zjištěné výsledky této analýzy jsou uvedeny v přílohách č. 4 a 5.

Horizontální analýza aktiv

Na vývoji celkových aktiv se podílí dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a ostatní aktiva. Z níže uvedeného Grafu 3.6 je zřejmé, že v průběhu celého sledovaného období, tj. mezi roky 2008 až 2012, měla celková aktiva mírně kolísavý trend vývoje. K nejvyššímu poklesu celkových aktiv společnosti došlo mezi roky 2008 – 2009, kdy celková aktiva poklesla o 15,87 %. Pokles celkových aktiv nejvíce zapříčinila oběžná aktiva, která poklesla o 29,79 %. Ve všech zbývajících letech celková aktiva klesala a rostla v mnohem menším měřítku než na začátku sledovaného období.

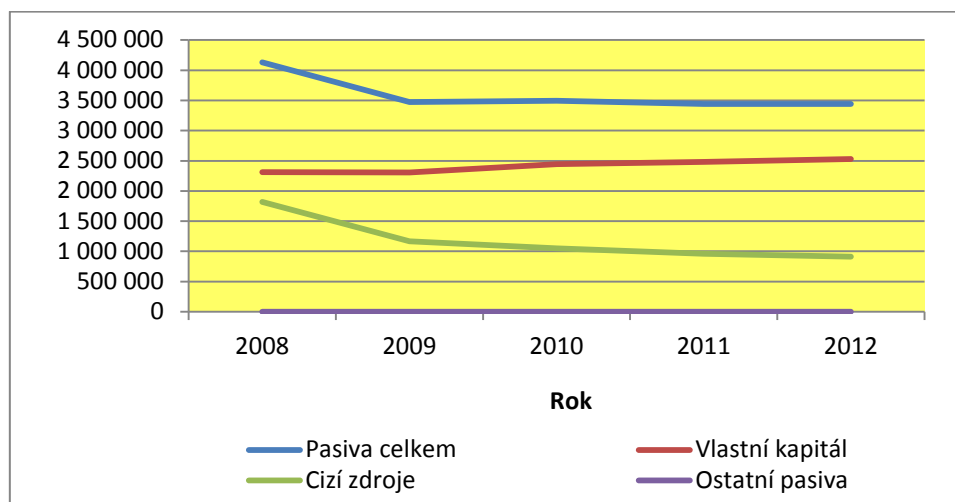
Graf 3.6 Vývoj aktiv za období 2008 – 2012 (v tis. Kč)



Horizontální analýza pasiv

Z následujícího Grafu 3.7 je zřejmé, že celková pasiva se vyvíjela obdobným způsobem jako celková aktiva. K nevyššímu poklesu celkových pasiv došlo mezi roky 2008 – 2009, kdy celková pasiva poklesla o 15,87 %. Pokles celkových pasiv nejvíce ovlivnily cizí zdroje, konkrétně bankovní úvěry a výpomoci, které meziročně poklesly o 64,29 %. Během celého sledovaného období měly cizí zdroje klesající tendenci a k nejmenšímu poklesu cizích zdrojů došlo mezi roky 2011 – 2012, kdy cizí zdroje poklesly o pouhých 4,59 %. Pouze vlastní kapitál firmy měl až na rok 2009 pozvolnou rostoucí tendenci, což lze vnímat za velmi pozitivní jev.

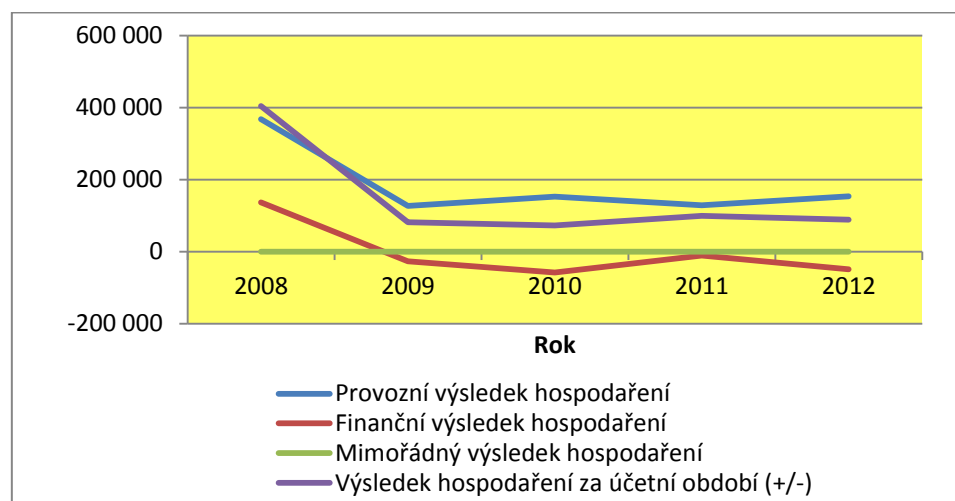
Graf 3.7 Vývoj pasiv za období 2008- 2012 (v tis. Kč)



Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

V Grafu 3.8 lze vidět meziroční vývoj vybraných výsledků hospodaření. Ve všech sledovaných letech mají výsledky hospodaření kolísavý trend vývoje. Na začátku sledovaného období dosáhla společnost největšího zisku, a to ve výši 404 203 tis. Kč. Naopak nejmenšího zisku dosáhla společnost ve třetím roce sledovaného období, a to ve výši 72 687 tis. Kč. Této hodnoty bylo dosaženo především kvůli finančnímu výsledku hospodaření, který mezi roky 2009 – 2010 poklesl o 31 155 tis. Kč. V posledních čtyřech letech sledovaného období se finanční výsledek hospodaření pohyboval v záporných hodnotách.

Graf 3.8 Vývoj výsledků hospodaření za období 2008 – 2012 (v tis. Kč)



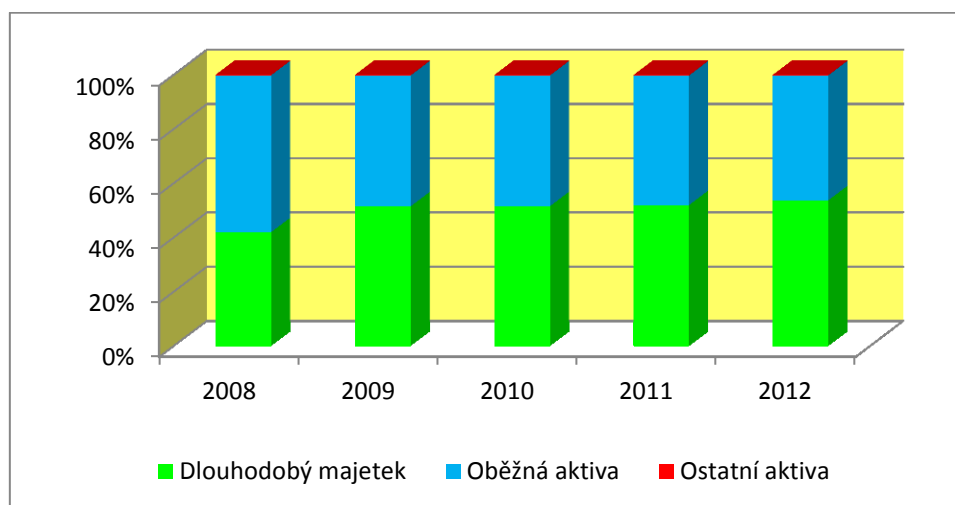
3.3.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza je provedena u rozvahy a výkazu zisku a ztráty za roky 2008 – 2012. Veškeré zjištěné výsledky vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty jsou obsaženy v přílohách č. 6 a 7. U rozvahy bude provedena vertikální analýza aktiv a pasiv a u výkazu zisku a ztráty se provede vertikální analýza provozních nákladů.

Vertikální analýza aktiv

Z následujícího Grafu 3.9 vyplývá, že kromě prvního sledovaného roku, tj. roku 2008, má na struktuře celkových aktiv větší podíl dlouhodobý majetek, konkrétně dlouhodobý hmotný majetek. Největší zastoupení na celkových aktivech měl dlouhodobý majetek v roce 2012 s 53,74 % a nejmenší v roce 2009, kdy tvořil 51,52 %. Dlouhodobý majetek měl v posledních čtyřech letech sledovaného období pozvolnou rostoucí tendenci. Nejmenší zastoupení na celkových aktivech mají ve sledovaném období, tj. od roku 2008 - 2012 ostatní aktiva, která se na nich podílela méně než 1 %.

Graf 3.9 Struktura celkových aktiv v letech 2008 - 2012

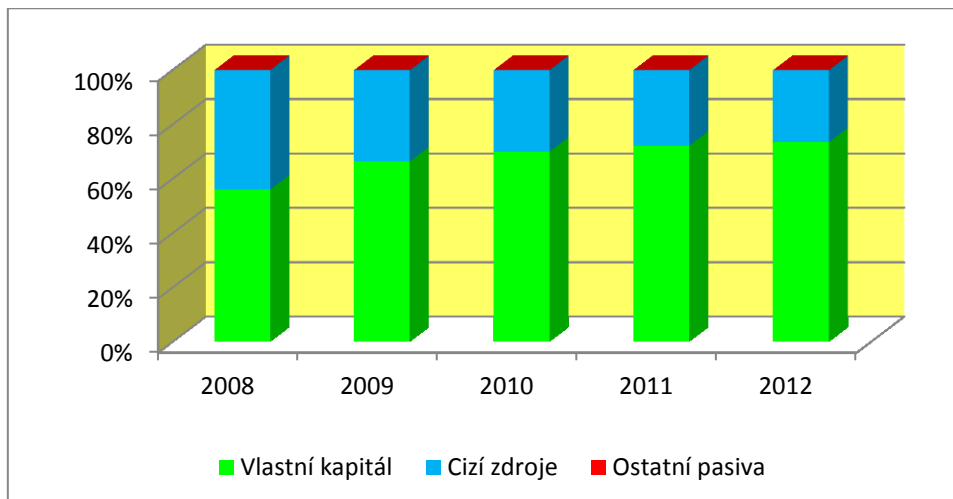


Vertikální analýza pasiv

Z Grafu 3.10 je na první pohled patrné, že v průběhu celého sledovaného období, tj. od roku 2008 – 2012, má největší podíl na celkových pasivech vlastní kapitál. Největší zastoupení na celkových pasivech měl vlastní kapitál v roce 2012 s 73,46 % a naopak nejmenší v roce 2008 s 56,02 %. Menší, avšak nezanedbatelnou část celkových pasiv tvoří cizí zdroje. Největší zastoupení na celkových pasivech měly cizí zdroje v roce 2008 s 43,98 %

a nejmenší v roce 2012 s 26,54 %. Ostatní pasiva se na struktuře celkových pasiv podílela v tak malé míře, že jejich zastoupení ve sledovaném období bylo menší než 1 %.

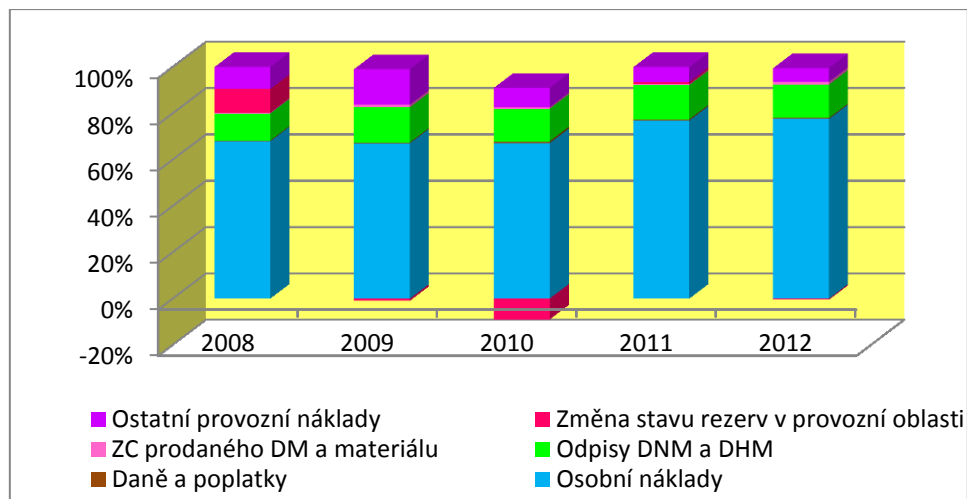
Graf 3.10 Struktura celkových pasiv v letech 2008 - 2012



Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Z Grafu 3.11 je zřejmé, že největší podíl na struktuře provozních nákladů mají ve sledovaném období, tj. v období mezi roky 2008 – 2012, osobní náklady. Nejvíce se osobní náklady na struktuře provozních nákladů podílely v roce 2010 s 81,88 % a nejméně v prvním roce sledovaného období, kdy tvořili 67,98 %. Ve všech sledovaných letech mají na osobních nákladech z největší části podíl mzdové náklady, menší část představují náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, sociální náklady a odměny členům orgánů společnosti a družstva.

Graf 3.11 Struktura provozních nákladů v letech 2008 - 2012



3.3.3 Poměrová analýza

V této části kapitoly je zhodnocena finanční situace společnosti ŽDAS, a. s., za roky 2008 – 2012 pomocí vybraných ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

Ukazatele rentability

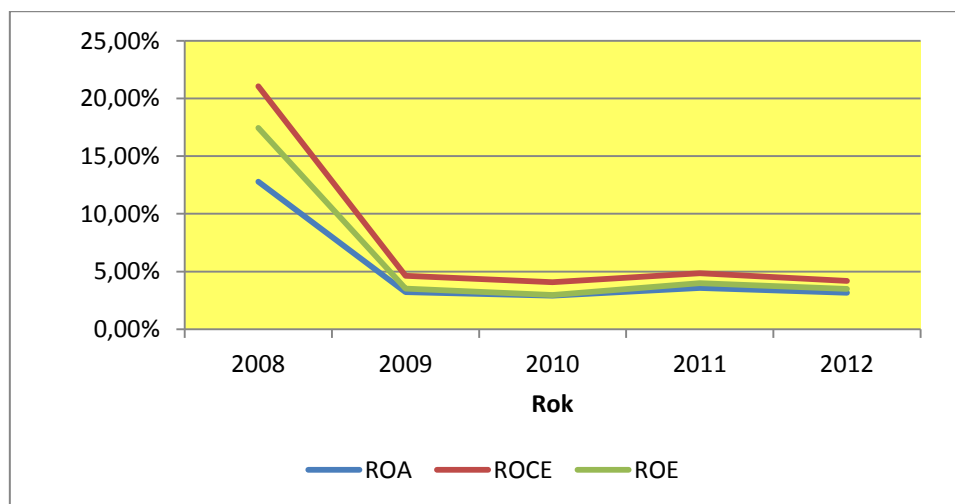
V následující Tab. 3.2 jsou zaznamenány vypočtené hodnoty uvedených ukazatelů rentability za roky 2008 – 2012. Z této tabulky se bude vycházet při zhodnocení výsledků rentability aktiv, rentability dlouhodobých zdrojů a rentability vlastního kapitálu.

Tab. 3.2 Výpočet ukazatelů rentability

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
ROA	EBIT/aktiva	12,79%	3,22%	2,92%	3,59%	3,17%
ROCE	EBIT/VK + dlouhodobé dluhy	21,04%	4,63%	4,08%	4,85%	4,20%
ROE	EAT/VK	17,46%	3,54%	2,97%	4,00%	3,51%

V Grafu 3.12 je zachycen vývoj vybraných ukazatelů rentability ve sledovaném období, tj. v období mezi roky 2008 – 2012.

Graf 3.12 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2008 – 2012



Ukazatele rentability poměřují konečný efekt získaný podnikatelskou činností k určitému druhu vloženého kapitálu. V časové řadě by měly mít rostoucí tendenci.

Základním kritériem hodnocení rentability je ukazatel rentability aktiv (*ROA*), který poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Z výše uvedené Tab. 3.2 je patrné, že v prvních třech letech

sledovaného období měl ukazatel rentability aktiv klesající tendenci, avšak v posledních dvou letech kolísal. Na začátku sledovaného období, tj. v roce 2008 byla hodnota ukazatele nejvyšší. Tato skutečnost byla způsobena především vysokou hodnotou EBITu. Také hodnota aktiv byla v tomto roce velmi vysoká. V roce 2010 byl ukazatel rentability aktiv nejmenší. Pokles byl způsoben především rapidním snížením EBITu. Vývoj tohoto ukazatele je zaznamenán v Grafu 3.12.

Obdobně se vyvíjel také ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (*ROCE*), který vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním i cizím kapitálem. Jak lze vidět v Tab. 3.2, nejvyšší hodnoty dosáhla rentabilita dlouhodobých zdrojů v prvním roce sledovaného období. Bylo to způsobeno především díky EBITu, který byl v tomto roce nejvyšší. V následujících dvou letech rentabilita dlouhodobých zdrojů klesala a nejmenší hodnoty dosáhla v roce 2010. Stejně jako předchozí ukazatel rentability, tak i rentabilita dlouhodobých zdrojů se ve všech letech pohybuje v kladných hodnotách.

Posledním ukazatelem je rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*). Jedná se o ukazatele, pomocí něhož mohou investoři zjistit, jestli je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Z Grafu 3.12 je na první pohled patrné, že rentabilita vlastního kapitálu se vyvíjela velmi obdobným způsobem jako předchozí dva ukazatele. V Tab. 3.2 lze vidět, že v prvním roce sledovaného období byla rentabilita vlastního kapitálu nejvyšší. Této hodnoty bylo dosaženo především díky EATu, který byl v tomto roce rovněž největší. V následujícím roce ukazatel rentability vlastního kapitálu poklesl, avšak na nejnižší úroveň se dostal až v roce 2010, kdy činil 2,97 %. Důvodem bylo především snížení EATu doprovázené zvýšením hodnoty vlastního kapitálu, který oproti roku 2009 vzrostl o 6,01 %.

Ukazatele likvidity

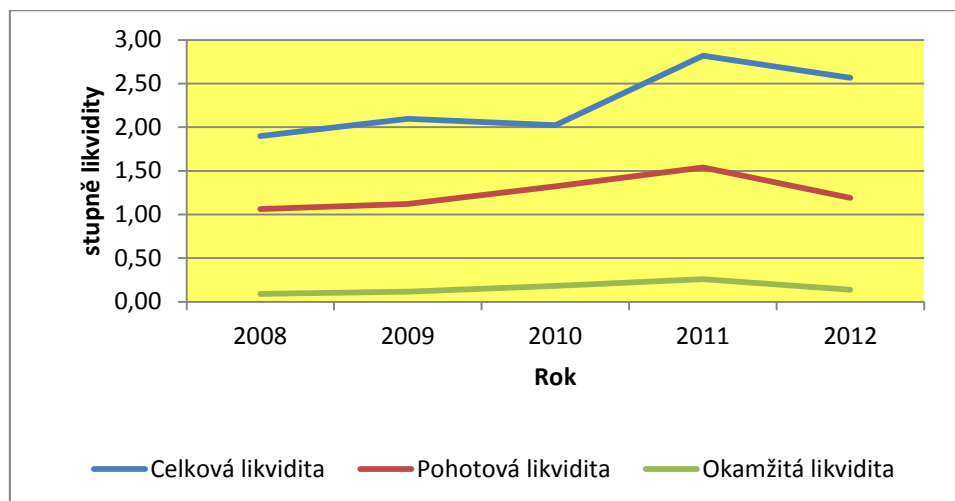
V Tab. 3.3 jsou zaznamenány vypočtené hodnoty uvedených ukazatelů likvidity za roky 2008 – 2012. Na základě vypočtených hodnot bude zhodnocena celková likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita.

Tab. 3.3 Výpočet ukazatelů likvidity

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Celková likvidita	OA/KZ	1,90	2,10	2,02	2,82	2,56
Pohotová likvidita	(OA- zásoby)/KZ	1,06	1,12	1,32	1,54	1,19
Okamžitá likvidita	pohotov. platební prostředky/KZ	0,09	0,12	0,18	0,26	0,14

V následujícím Grafu 3.13 je uveden podrobný vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity v letech 2008 – 2012.

Graf 3.13 Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2008 – 2012



Ukazatele likvidity slouží k posouzení toho, zdali je podnik schopen hradit včas své závazky a mít dostatek finančních prostředků k provedení plateb.

Celková likvidita poměruje objem oběžných aktiv s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v intervalu od 1,5 do 2,5.⁶ Ve výše uvedené Tab. 3.3 lze vidět, že společnost této hodnoty dosáhla téměř ve všech sledovaných letech. Výjimku tvoří pouze rok 2011, kdy celková likvidita přesahovala horní hranici intervalu, což znamená, že společnost držela zbytečně mnoho likvidních prostředků. Vývoj celkové likvidity v jednotlivých letech je zaznamenán ve výše uvedeném Grafu 3.13.

Nedostatky předchozího ukazatele eliminuje pohotovostní likvidita, která je oproti celkové likviditě očištěna o nejméně likvidní položku, tedy o zásoby. Optimální hodnoty, kterých by společnost měla dosahovat, by se měly pohybovat v rozmezí od 1,0 – 1,5.⁷ Z výše uvedené Tab. 3.3 je patrné, že tohoto rozmezí společnost dosáhla téměř ve všech letech sledovaného období. Výjimku tvoří pouze rok 2011, kdy pohotovostní likvidita byla 1,54. V tomto případě se však nedá hovořit o žádném výrazném překročení horní hranice. V Grafu 3.13 lze vidět, že až na poslední rok sledovaného období, měla pohotovostní likvidita rostoucí tendenci.

Dalším ukazatelem likvidity je okamžitá likvidita, která poměruje pohotovostní platební prostředky s krátkodobými závazky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla

⁶ Zdroj: (Dluhošová, 2010)

⁷ Zdroj: (Dluhošová, 2010)

pohybovat v intervalu od 0,2 – 0,5.⁸ Z Tab. 3.3 je zřejmé, že společnost této hodnoty dosáhla pouze v roce 2011. Ve zbývajících čtyřech letech sledovaného období se okamžitá likvidita mírně pohybovala pod spodní hranicí intervalu. Výjimku tvoří pouze rok 2008, kdy okamžitá likvidita byla 0,09. Důvodem takto nízké okamžité likvidity byla především vysoká hodnota krátkodobých závazků.

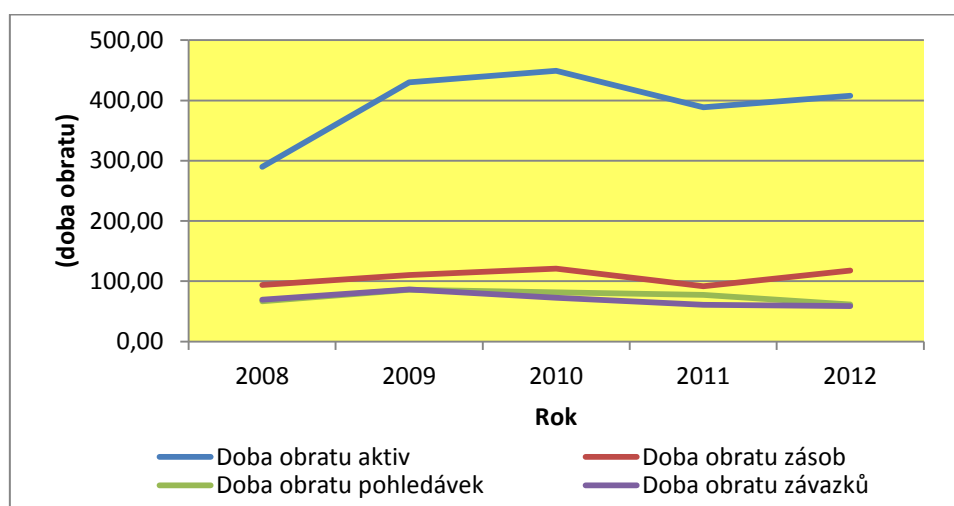
Ukazatele aktivity

Veškeré vypočtené hodnoty, které jsou nezbytné k posouzení ukazatelů aktivity za roky 2008 – 2012, jsou uvedeny v Tab. 3.4. Bude zde zhodnocena obrátka celkových aktiv, doba obratu aktiv, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu závazků. Vývoj jednotlivých ukazatelů aktivity je zachycen v níže uvedeném Grafu 3.14.

Tab. 3.4 Výpočet ukazatelů aktivity

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Obrátka celkových aktiv	tržby/celková aktiva	1,24	0,84	0,80	0,93	0,88
Doba obratu aktiv	(celková aktiva · 360)/tržby	289,85	429,84	449,12	388,45	407,73
Doba obratu zásob	(zásoby · 360)/tržby	94,03	110,48	120,78	91,62	117,91
Doba obratu pohledávek	(pohledávky · 360)/tržby	66,79	86,14	81,83	77,55	61,31
Doba obratu závazků	(závazky · 360)/tržby	69,49	86,65	72,49	61,17	58,84

Graf 3.14 Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2008 - 2012



Jako ukazatele aktivity jsou souhrnně nazývány ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jedná se o ukazatele, jež měří schopnost společnosti

⁸ Zdroj: (Dluhošová, 2010)

využívat investované finanční prostředky a vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv.

Obrátka celkových aktiv měří obrát neboli intenzitu využití celkového majetku. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí. Z Tab. 3.4 je patrné, že mezi roky 2008 – 2010 ukazatel klesal, v roce 2011 vzrostl a v posledním roce sledovaného období, tj. v roce 2012 začal opět klesat. Zpravidla u tohoto ukazatele platí, že čím je vyšší, tím efektivněji dokáže podnik využívat majetek. V Tab. 3.4 lze vidět, že nejvyšší hodnoty dosahoval v roce 2008 a to ve výši 1,24 a naopak nejmenší hodnoty v roce 2010, kdy byl 0,80.

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obrátu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Za pozitivní se považuje co nejkratší doba obratu. Nejlepší hodnoty dosáhla společnost v prvním roce sledovaného období, tj. v roce 2008, kdy došlo k obrátu celkových aktiv vzhledem k tržbám za 289,85 dní. Naopak nejhorším rokem pro společnost byl rok 2010, kdy došlo k obrátu celkových aktiv za 429,84 dní. Trend tohoto ukazatele by měl být klesající. Z výše uvedeného Grafu 3.14 je patrné, že v období mezi roky 2008 – 2012 nebyl tento trend splněn. Ukazatel v prvních třech letech sledovaného období rostl a v posledních dvou letech začal kolísat.

Doba obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Obecně platí, že trend tohoto ukazatele by měl být klesající. Ve výše uvedeném Grafu 3.14 lze vidět, že v prvních třech letech sledovaného období ukazatel rostl a v posledních dvou letech začal kolísat. Z Tab. 3.4 je patrné, že nejlepším rokem pro společnost byl rok 2011, kdy oběžná aktiva byla vázána ve formě zásob 91,62 dní. Předchozí rok 2010 byl naopak pro společnost nejhorším rokem, neboť oběžná aktiva byla vázána ve formě zásob 120,78 dní. Ve všech sledovaných letech měla největší podíl na zásobách nedokončená výroba a polotovary.

Posledními důležitými sledovanými ukazateli jsou doba obratu pohledávek a závazků. Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, tedy za kolik dní jsou průměrně zaplacený pohledávky. Trend tohoto ukazatele by měl být klesající. Z Grafu 3.14 je na první pohled patrné, že až na rok 2008, byl tento trend splněn a ukazatel měl pozvolnou klesající tendenci. S dobou obratu pohledávek je úzce spojena doba obratu závazků, jež vypovídá o tom, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Obecně lze říci, že aby nedošlo k narušení finanční rovnováhy ve firmě, měla by být doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek. Jak je zřejmé z Tab. 3.4, společnost toto pravidlo splňuje pouze v prvních dvou letech sledovaného období. Trend tohoto ukazatele by měl stabilní, avšak z Tab. 3.4 je patrné, že hodnota ukazatele v prvních dvou letech rostla a pak začala pozvolna klesat.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

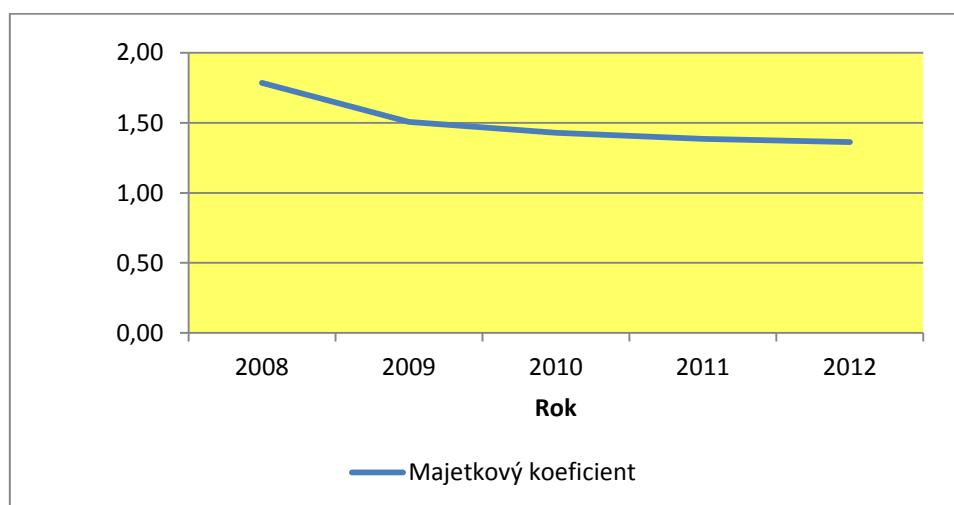
Skupinu poměrových ukazatelů uzavírají ukazatele finanční stability a zadluženosti. V níže uvedené Tab. 3.5 jsou zaznamenány vypočtené hodnoty uvedených ukazatelů za roky 2008 – 2012. Nejdříve zde bude zhodnocen podíl vlastního kapitálu na aktivech a majetkový koeficient. Poté bude následovat zhodnocení celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu.

Tab. 3.5 Výpočet ukazatelů finanční stability a zadluženosti

Ukazatele	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Podíl VK na aktivech	VK/aktiva celkem	56,02%	66,41%	69,98%	72,16%	73,46%
Majetkový koeficient	celková aktiva/VK	1,79	1,51	1,43	1,39	1,36
Celková zadluženost	CK/celková aktiva	43,98%	33,59%	30,02%	27,84%	26,54%
Zadluženost vlastního kapitálu	CK/vlastní kapitál	78,52%	50,57%	42,90%	38,58%	36,12%

V níže uvedeném Grafu 3.15 je zaznamenán vývoj majetkového koeficientu ve sledovaném období, tj. v období mezi roky 2008 – 2012.

Graf 3.15 Vývoj majetkového koeficientu v letech 2008 – 2012



Finanční stabilita podniku je určována strukturou zdrojů financování majetku podniku, jež měří **ukazatele finanční stability a zadluženosti**. Ukazatele zadluženosti slouží k posouzení finanční struktury firmy z dlouhodobého hlediska a používají se jako indikátor výše rizika, které firma postupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech poměřuje vlastní kapitál s celkovými aktivy a charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu firmy. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí. Z výše uvedené Tab. 3.5 je na první pohled patrné, že v průběhu celého sledovaného

období, tj. v období mezi roky 2008 – 2012, ukazatel výrazně roste. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech společnosti ŽDAS, a. s. se pohybuje od 56,02 % do 73,46 %, z čehož vyplývá, že společnost ke své činnosti využívá převážně vlastní zdroje financování.

Dalším ukazatelem finanční stability je majetkový koeficient neboli finanční páka, jež poměřuje celková aktiva s vlastním kapitálem. Pro příznivý vývoj ve společnosti se doporučuje, aby byl tento ukazatel stabilní. Ve výše uvedeném Grafu 3.15 lze vidět, že hodnota tohoto ukazatele v průběhu celého sledovaného období mírně klesala, avšak nedocházelo k žádným výrazným výkyvům.

Ukazatel celkové zadluženosti neboli ukazatel věřitelského rizika vyjadřuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Za optimální se považuje klesající trend, neboť platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Z Tab. 3.5 je zřejmé, že v průběhu celého sledovaného období má ukazatel celkové zadluženosti klesající tendenci. Nejvyšší hodnoty dosáhl ukazatel na začátku sledovaného období, tj. v roce 2008, kdy činil 43,98 % a nejnižší hodnoty na konci sledovaného období, tj. v roce 2012, kdy byl 26,54 %.

Posledním ukazatelem je ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, jež poměřuje cizí kapitál s vlastním kapitálem. Zadluženost vlastního kapitálu by se u stabilních podniků měla pohybovat v pásmu 80 % - 120 %.⁹ Jak vyplývá z Tab. 3.5, společnost těchto hodnot nedosahuje ani v jednom roce sledovaného období. V průběhu všech pěti let má ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu klesající tendenci. V roce 2008 byla hodnota zadluženosti vlastního kapitálu ve výši 78,52 % a v roce 2012 činila pouhých 36,12 %.

⁹ Zdroj: (Dluhošová, 2010)

3.4 SWOT analýza

Na základě předchozích analýz bude sestavena SWOT analýza společnosti ŽDAS, a. s. Cílem této analýzy je identifikovat silné a slabé stránky podniku, ale také vnější příležitosti a hrozby, které plynou z konkrétního odvětví, v němž podnik působí.

Silné stránky (strenghts):

- dlouholetá tradice a silné jméno na trhu,
- kvalita výrobků a jejich pestrá nabídka,
- odborná a technická způsobilost pracovníků,
- neustálé investice a inovace do technického rozvoje,
- péče o životní prostředí,
- široké portfolio domácích a zahraničních odběratelů,
- spolehlivost strojů,
- zachování a posilování klíčových způsobilostí,
- držitel certifikace, např. EN ISO 9001:2008, EN 729-2, EN ISO 140001:2004.

Slabé stránky (weaknesses):

- vysoké osobní náklady,
- nedostatečné informace na webových stránkách.

Příležitosti (opportunities):

- zlepšování ekonomické situace,
- snižování průběžné doby výroby,
- další rozšíření výrobního sortimentu,
- motivace zaměstnanců k vyšším výkonům,
- snížení výrobních nákladů na jednotku výroby díky novým technologiím,
- podpora image společnosti.

Hrozby (threats):

- konkurence,
- odliv kvalifikovaných pracovních sil,
- nebezpečí ztráty domácích nebo zahraničních odběratelů,
- neustálé změny v legislativě.

4 Stanovení hodnoty a analýzy citlivosti

Cílem této kapitoly je ocenění společnosti ŽŽAS, a. s. pomocí výnosové metody DCF-Entity a následné provedení analýzy citlivosti. Metoda diskontovaných peněžních toků je vypočítána pomocí dvoufázové metody. První fáze bude trvat čtyři roky (2013, 2014, 2015 a 2016) a druhá fáze bude začínat rokem 2017 a bude trvat až do nekonečna. Nejdříve je zapotřebí seznámit se s dlouhodobým finančním plánem pro roky 2013 až 2017. Poté je nezbytné vyčíslit náklady na celkový kapitál pomocí stavebnicové metody Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2013 za účelem zjištění hodnoty, která by měla být podkladem při případném prodeji společnosti ŽŽAS, a. s.

4.1 Finanční plán

Sestavení dlouhodobého finančního plánu představuje předpoklad pro správné stanovení výsledné hodnoty podniku, zvláště pro ocenění pomocí výnosových metod. Finanční plán na roky 2013 – 2017 byl sestaven na základě strategické analýzy a vlastního úsudku. Plány jsou vypočteny jednotlivě pomocí podílu na tržbách, kdy je následně použit průměr koeficientu k prognóze každé položky. Důležité je sestavení plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty. Oba plánované výkazy budou sestaveny na období pěti let, konkrétně na roky 2013 až 2017. Kompletní plánovaná rozvaha a plánovaný výkaz zisku a ztráty jsou uvedeny v přílohách č. 9 a 10.

4.1.1 Dlouhodobý finanční plán

Plán tržeb na období 2013 – 2017 je uveden v následující Tab. 4.1.

Tab. 4.1 Plán tržeb na období 2013 - 2017 (v tis. Kč)

Položka	Běžné období	Plánované období				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	2 708 335	2 643 213	2 579 657	2 517 629	2 457 093	2 398 012

V Tab. 4.1 lze vidět kromě tržeb v běžném období i tržby naplánované pro roky 2013 – 2017. Plánované tržby byly stanoveny pomocí tržeb v posledním známém roce, jež byly sníženy o vypočtené procento změny tržeb. Tento výpočet je uveden v příloze č. 8. Předpokládá se, že tržby budou v následujících pěti letech klesat o 2,4 %.

Tab. 4.2 Plán provozní ziskové marže na období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
KVH	315 383	307 799	300 398	293 175	286 126
Tržby	2 643 213	2 579 657	2 517 629	2 457 093	2 398 012
PZM	11,93%	11,93%	11,93%	11,93%	11,93%

Při výpočtu provozní ziskové marže byl nejdříve zjištěn plánovaný korigovaný výsledek hospodaření v každém roce tak, že byl sečten plánovaný provozní výsledek hospodaření a plánované odpisy. Následně byl tento plánovaný korigovaný výsledek hospodaření vydělen položkou plánovaných tržeb, čímž byla zjištěna plánovaná provozní zisková marže. Plán provozní ziskové marže na období 2013 – 2017 je uveden v Tab. 4.2.

Tab. 4.3 Plán čistého pracovního kapitálu na období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Oběžná aktiva	1 566 619	1 528 950	1 492 186	1 456 307	1 421 290
Krátkodobé závazky	566 912	553 281	539 977	526 993	514 322
Čistý pracovní kapitál	999 707	975 669	952 209	929 313	906 968

Plán čistého pracovního kapitálu byl zjištěn tak, že byly od plánovaných oběžných aktiv odečteny plánované krátkodobé závazky. Plán čistého pracovního kapitálu na období 2013 – 2017 lze vidět v Tab. 4.3.

Tab. 4.4 Plán investic na období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Změna DM	-248 124	-38 539	-37 613	-36 708	-35 826
Odpisy	160 076	156 227	152 470	148 804	145 226
Investice _{netto}	-248 124	-38 539	-37 613	-36 708	-35 826
Investice _{brutto}	-88 048	117 687	114 858	112 096	109 401

Plán investic vychází z prognózovaných odpisů a změny plánovaného dlouhodobého majetku. Pokud sečteme tyto dvě položky, zjistíme brutto hodnotu investic. Netto hodnota investic se rovná změně dlouhodobého majetku. Plán investic na období 2013 – 2017 je uveden v Tab. 4.4.

Tab. 4.5 Plán financování na období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastní kapitál	2 159 442	2 107 519	2 056 843	2 007 387	1 959 119
Cizí kapitál	1 014 863	990 461	966 645	943 402	920 718

V plánu financování, jež je ve výše uvedené Tab. 4.5, je naplánován vývoj vlastního a cizího kapitálu. Jelikož společnost doposud měla dlouhodobé bankovní úvěry, tak se i v příštích letech bude počítat s jejich přítomností ve firmě.

4.1.2 Sestavení finančního plánu

Sestavený pětiletý plán společnosti ŽĎAS, a. s. bude navazovat na rozvahu a výkaz zisku a ztráty z roku 2012, který je tedy rokem výchozím. V první řadě zde bude sestaven plánovaný výkaz zisku a ztráty a poté plánovaná rozvaha.

Tab. 4.6 Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Plánované období				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	290 696	283 707	276 885	270 227	263 730
Náklady vynaložené na prodané zboží	277 940	271 257	264 734	258 369	252 156
Obchodní marže	12 757	12 450	12 151	11 859	11 573
Výkony	2 642 731	2 579 186	2 517 170	2 456 644	2 397 574
Výkonová spotřeba	1 523 575	1 486 941	1 451 187	1 416 293	1 382 239
Osobní náklady	811 396	791 886	772 845	754 262	736 126
Tržby z prodeje DM a materiálu	14 340	13 995	13 659	13 330	13 010
Provozní VH	155 307	151 572	147 928	144 371	140 899
Finanční VH	-10 386	-10 137	-9 893	-9 655	-9 423
VH za běžnou činnost	117 274	114 454	111 702	109 016	106 395
Mimořádný VH	-22	-21	-21	-20	-20
VH za účetní období	117 252	114 433	111 681	108 996	106 375
VH před zdaněním	144 899	141 415	138 014	134 696	131 457

Podstatou výkazu zisku a ztráty je zobrazení výsledku hospodaření podniku za sledované období, který je nezbytný pro samotné ocenění. Velmi významnou položkou jsou také výkony, které se získají součtem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, změnou zásob vlastní činnosti a aktivací. Poté, co je sestaven plánovaný výkaz zisku a ztráty se sestaví plánovaná rozvaha.

Rozvaha je základním účetním výkazem, který zachycuje stav majetku a zdroje jeho krytí k určitému časovému okamžiku. Při sestavování rozvahy musí být vždy splněno bilanční pravidlo, které znamená, že celková aktiva se musejí rovnat celkovým pasivům.

Tab. 4.7 Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období 2013 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	Plánované období				
	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek	1 602 802	1 564 263	1 526 650	1 489 942	1 454 116
DNM	11 386	11 112	10 845	10 584	10 330
DHM	1 405 109	1 371 323	1 338 350	1 306 169	1 274 762
DFM	186 308	181 828	177 456	173 189	169 024
Oběžná aktiva	1 566 619	1 528 950	1 492 186	1 456 307	1 421 290
Zásoby	869 585	848 676	828 270	808 354	788 917
Dlouhodobé pohledávky	5 770	5 631	5 496	5 364	5 235
Krátkodobé pohledávky	605 177	590 625	576 424	562 564	549 037
Krátkodobý finanční majetek	86 087	84 017	81 997	80 026	78 101
Časové rozlišení	4 910	4 792	4 676	4 564	4 454
Σ Aktiv	3 174 331	3 098 004	3 023 513	2 950 813	2 879 860
Vlastní kapitál	2 159 442	2 107 519	2 056 843	2 007 387	1 959 119
Základní kapitál	1 243 298	1 213 403	1 184 226	1 155 752	1 127 962
Kapitálové fondy	-52 176	-50 921	-49 697	-48 502	-47 336
RF, NF a ostatní fondy ze zisku	184 867	180 422	176 084	171 850	167 718
VH minulých let	666 201	650 182	634 549	619 291	604 400
VH běžného účetního období	117 252	114 433	111 681	108 996	106 375
Cizí zdroje	1 014 863	990 461	966 645	943 402	920 718
Rezervy	156 788	153 018	149 338	145 747	142 243
Dlouhodobé závazky	83 780	81 766	79 800	77 881	76 008
Krátkodobé závazky	566 912	553 281	539 977	526 993	514 322
Bankovní úvěry a výpomoci	207 384	202 397	197 530	192 781	188 145
Časové rozlišení	25,5	24,9	24,3	23,7	23,1
Σ Pasiva	3 174 331	3 098 004	3 023 513	2 950 813	2 879 860

Z Tab. 4.7 je zřejmé, že ve všech pěti plánovaných letech je u plánované rozvahy dodrženo bilanční pravidlo.

4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Nepostradatelnou součástí ocenění podniku je stanovení nákladů kapitálu společnosti. Náklady kapitálu jsou důležité především při stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami. Tyto náklady budou stanoveny prostřednictvím stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, který spočívá v součtu bezrizikové sazby a rizikových přírážek.

Prvním důležitým krokem je tedy zjištění bezrizikové sazby R_F .¹⁰ Bezriziková sazba byla zjištěna z finanční analýzy podnikové sféry za rok 2012 vypracované Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Jelikož v roce 2012 činila bezriziková sazba 2,31 %, tak je v ostatních plánovaných letech stanovena ve stejné výši.

Při určování rizikové přírážky charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$ je porovnáván ukazatel rentability aktiv ROA s pomocným ukazatelem XI . Společnost ŽĐAS, a.s. má produkční sílu ve všech predikovaných letech vyšší než ukazatel XI , proto se hodnota rizikové přírážky ve všech predikovaných letech bude rovnat doporučené minimální hodnotě $R_{podnikatelského\ odvětví}$. Tato doporučená minimální hodnota byla zjištěna z finanční analýzy podnikové sféry Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Hodnoty rizikové přírážky charakterizující produkční sílu jsou uvedeny v Tab. 4.8.

Tab. 4.8 Riziková přírážka za podnikatelské riziko

	2013	2014	2015	2016	2017
$R_{podnikatelské}$	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%

Další důležitou přírážkou je riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$. Stanovení této rizikové přírážky je založeno na ukazateli celkové likvidity. Ve všech predikovaných letech se hodnoty ukazatele celkové likvidity pohybují v intervalu dolní a horní meze likvidity, která je stanovena individuálně pro každé odvětví. Z tohoto důvodu se riziková přírážka vypočítá dle vzorce (2.24). Jednotlivé hodnoty rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity jsou v Tab. 4.9.

Tab. 4.9 Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity

	2013	2014	2015	2016	2017
$R_{finstab}$	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%

¹⁰ Bezriziková sazba je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů

Poslední přírážkou, která je důležitá pro stanovení nákladu kapitálu, je riziková přírážka charakterizující velikost podniku R_{LA} . Při výpočtu této přírážky je zapotřebí nejdříve vyčíslit hodnotu tzv. úplatných zdrojů dle vzorce (2.25). Jelikož má společnost hodnotu úplatných zdrojů ve všech plánovaných letech vyšší než 100 mil. Kč a zároveň nižší než 3 mld. Kč, použije se při výpočtu rizikové přírážky vzorec (2.26). Hodnoty rizikové přírážky za velikost podniku jsou uvedeny v následující Tab. 4.10.

Tab. 4.10 Výpočet rizikové přírážky za velikost podniku

	2013	2014	2015	2016	2017
ÚZ (mld. Kč)	2,454	2,482	2,511	2,541	2,57
R_{LA}	0,18%	0,16%	0,14%	0,13%	0,11%

Nyní je možné určit náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku. Tyto náklady se vypočítají dle vzorce (2.21). Hodnota nákladů na celkový kapitál nezadluženého podniku je uvedena v Tab. 4.11.

Tab. 4.11 Náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku

	2013	2014	2015	2016	2017
R_F	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%
$R_{podnikatelské}$	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
$R_{finstab}$	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
R_{LA}	0,18%	0,16%	0,14%	0,13%	0,11%
$WACC_U$	7,89%	7,87%	7,85%	7,83%	7,82%

Vzhledem k tomu, že společnost ŽĎAS, a. s. je zadluženou společností, je zapotřebí náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku přepočítat dle vzorce (2.27) na náklady celkového kapitálu zadluženého podniku. Konkrétní přepočet těchto nákladů lze vidět v následující Tab. 4.12.

Tab. 4.12 Náklady na celkový kapitál zadluženého podniku

	2013	2014	2015	2016	2017
$WACC_U$	7,89%	7,87%	7,85%	7,83%	7,82%
D (tis. Kč)	214 981	217 497	220 044	222 620	225 226
A (tis. Kč)	3 290 616	3 329 139	3 368 113	3 407 543	3 447 435
t	19%	19%	19%	19%	19%
$WACC_L$	7,79%	7,77%	7,75%	7,74%	7,72%

4.3 Ocenění podniku metodou DCF - Entity

Pomocí metody DCF-Entity bude určena tržní hodnota podniku jako celku, tzn., bude oceněn celkový kapitál daného podniku. Princip této metody je založen na diskontování budoucích volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele nákladem celkového kapitálu. Ocenění společnosti bude provedeno k 1. 1. 2013 za účelem zjištění hodnoty, která by měla být podkladem při případném prodeji společnosti ŽŽAS, a. s. Předpokládá se, že společnost bude vykonávat svou činnost do nekonečna. První fáze bude trvat čtyři roky (2013, 2014, 2015 a 2016) a druhá fáze bude představovat období od pátého roku, tj. roku 2017, až do nekonečna.

Nejdříve zde budou vyčísleny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které jsou důležité pro stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF-Entity. Poté, co se stanoví hodnota vybraného podniku, bude provedena analýza citlivosti.

4.3.1 Stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF-Entity

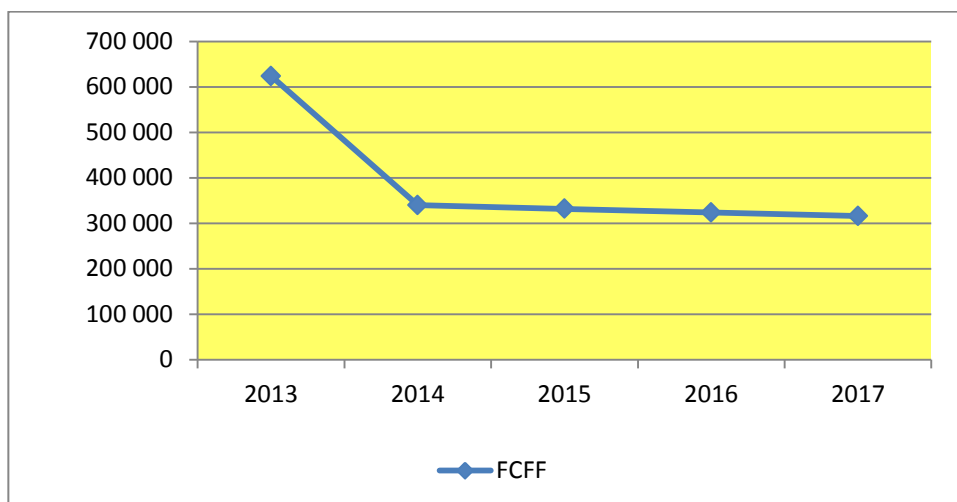
Před samotným oceněním podniku je nutné nejdříve stanovit volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele dle vzorce (2.36). Výpočet těchto volných peněžních toků pro plánované období 2013 až 2017 je uveden v následující Tab. 4.13. Veškeré nezbytné informace, které jsou důležité pro výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, byly získány z finančního plánu společnosti, který je uveden v přílohách č. 9 a 10.

Tab. 4.13 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (v tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
Čistý zisk	117 252	114 433	111 681	108 996	106 375
Odpisy	160 076	156 227	152 470	148 804	145 226
Změna ČPK	-91 089	-24 038	-23 460	-22 896	-22 345
Investice	-248 124	-38 539	-37 613	-36 708	-35 826
Úroky · (1-t)	6840	6676	6515	6359	6206
FCFF	623 381	339 913	331 740	323 763	315 978

Vývoj volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v letech 2013 až 2017 je zaznamenán v následujícím Grafu 4.1.

Graf 4.1 Vývoj FCFF v letech 2013 – 2017 (v tis. Kč)



Po vyčíslení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je možné již stanovit hodnotu vybraného podniku. Konkrétní postup ocenění je uveden v Tab. 4.14.

Tab. 4.14 Stanovení hodnoty podniku ŽĎAS, a. s. metodou DCF-Entity (tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
FCFF (tis. Kč)	623 381	339 913	331 740	323 763	275 911
WACC	7,79%	7,77%	7,75%	7,74%	7,72%
Diskontní faktor	0,9277	0,8610	0,7993	0,7422	
Diskontované FCFF	578 339	292 665	265 161	240 311	
Hodnota 1. fáze	1 376 476				
Pokračující hodnota	2 838 271				
Hodnota 2. fáze	2 106 690				
Hodnota podniku	3 483 166				

Z výše uvedené Tab. 4.14 je zřejmé, že hodnota podniku v první fázi vypočítaná dle vzorce (2.47), dosahuje hodnoty 1 376 476 tis. Kč. Pokračující hodnota vypočítaná dle vzorce (2.49) činí 2 838 271 tis. Kč a hodnota druhé fáze zjištěná dle vzorce (2.50) je ve výši 2 106 690 tis. Kč. Hodnota podniku jako celku se následně určí součtem první a druhé fáze dle vzorce (2.51). Celková hodnota ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 vypočítaná pomocí dvoufázové výnosové metody DCF-Entity tedy činí 3 483 166 tis. Kč.

4.3.2 Analýza citlivosti metody DCF-Entity

Při ocenění podniku metodou DCF-Entity se vychází z finančního plánu, který je sestaven na 5 let dopředu. S tím je i logicky spojeno riziko odhadu, a je proto velmi vhodné provést analýzu citlivosti, jež kalkuluje se změnami jednotlivých parametrů v budoucnosti. V první fázi je riziko změny odhadovaného vývoje parametrů poměrně nízké, avšak ve druhé fázi, která trvá od roku 2017 do nekonečna, je riziko změny daleko vyšší. Z tohoto důvodu bude provedena analýza citlivosti u parametrů pouze ve druhé fázi, kde bude vyčíslena změna parametrů o $\pm 2,5\%$, $\pm 5\%$ a $\pm 7,5\%$.

Prvním parametrem, u kterého je vhodné provést analýzu citlivosti, jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. V Tab. 4.15 je zobrazeno, jak a o kolik se změní celková hodnota vybraného podniku, pokud se změní hodnota volných peněžních prostředků pro vlastníky a věřitele ve druhé fázi o $\pm 2,5\%$, $\pm 5\%$ a $\pm 7,5\%$.

Tab. 4.15 Vliv změny *FCFF* ve druhé fázi na celkovou hodnotu podniku (v tis. Kč)

	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	7,5%
FCFF	255 218	262 115	269 013	275 911	282 809	289 707	296 604
Upravená hodnota podniku	3 325 164	3 377 831	3 430 499	3 483 166	3 535 833	3 588 500	3 641 168
Velikost změny	-4,54%	-3,02%	-1,51%	0,00%	1,51%	3,02%	4,54%

Z Tab. 4.15 je na první pohled patrné, že čím více budou volné peněžní prostředky pro vlastníky a věřitele růst, tím více se bude také zvyšovat celková hodnota podniku a naopak. Pokud se například *FCFF* zvýší jen o $2,5\%$, tak celková hodnota podniku vzroste o $1,51\%$, tj. o částku 52 667 tis. Kč a naopak.

Dalším důležitým faktorem, který má velký vliv na úroveň ocenění, jsou náklady na celkový kapitál. V níže uvedené Tab. 4.16 je uvedeno, jak a o kolik se změní celková hodnota podniku, pokud se změní hodnota *WACC* ve druhé fázi o $\pm 2,5\%$, $\pm 5\%$ a $\pm 7,5\%$.

Tab. 4.16 Vliv změny *WACC* ve druhé fázi na celkovou hodnotu podniku (v tis. Kč)

	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	7,5%
WACC	7,14%	7,33%	7,53%	7,72%	7,91%	8,11%	8,30%
Upravená hodnota podniku	3 616 858	3 570 533	3 526 086	3 483 166	3 442 382	3 402 929	3 364 954
Velikost změny	3,84%	2,51%	1,23%	0,00%	-1,17%	-2,30%	-3,39%

Z Tab. 4.16 je zřejmé, že s růstem nákladů kapitálu se bude snižovat celková hodnota podniku a naopak. Například při zvýšení *WACC* o $7,5\%$, se celková hodnota podniku sníží

o 3,39 %, což představuje částku 118 212 tis. Kč. Pokud se však náklady na celkový kapitál sníží o 7,5 %, celková hodnota podniku se zvýší o 3,84 %, což je 133 692 tis. Kč.

Kromě dvou výše uvedených faktorů, má na ocenění podniku také významný vliv faktor poklesu g . Jak a o kolik se změní celková hodnota vybraného podniku, pokud se g změní ve druhé fázi o $\pm 2,5$ %, ± 5 % a $\pm 7,5$ %, lze vidět v následující Tab. 4.17.

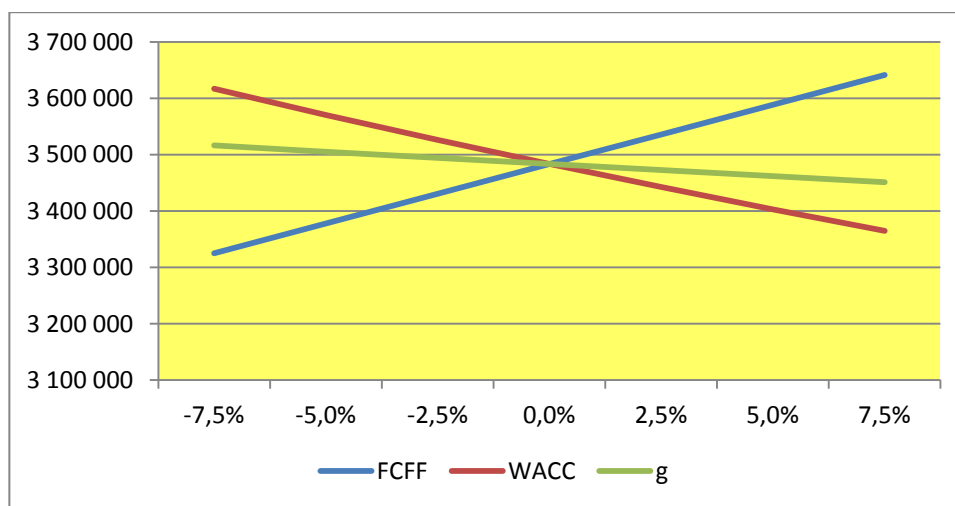
Tab. 4.17 Vliv změny faktoru poklesu g ve druhé fázi na celkovou hodnotu podniku (v tis. Kč)

	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	7,5%
g	-0,0185	-0,0190	-0,0195	-0,0200	-0,0205	-0,0210	-0,0215
Upravená hodnota podniku	3 516 182	3 505 063	3 494 058	3 483 166	3 472 386	3 461 715	3 451 153
Velikost změny	0,95%	0,63%	0,31%	0,00%	-0,31%	-0,62%	-0,92%

Ve výše uvedené Tab. 4.17 lze vidět, že s poklesem hodnoty g se bude rovněž snižovat celková hodnota podniku a naopak. Pokud se faktor g sníží o 2,5 %, celková hodnota podniku vzroste o 10 892 tis. Kč. Zvýší-li se však faktor g o 2,5 %, celková hodnota podniku poklesne, o částku 10 780 tis. Kč.

Z provedené analýzy citlivosti u metody DCF-Entity vyplývá, že celková hodnota podniku je pozitivně citlivá na změnu $FCFF$ a inverzně citlivá na změnu $WACC$ a faktor g . V následujícím Grafu 4.2 je zachycen vývoj celkové hodnoty podniku na výše uvedené faktory.

Graf 4.2 Citlivost celkové hodnoty podniku na konkrétní faktory (tis. Kč)



Z Grafu 4.2 je zřejmé, že nejvyšší celkové hodnoty podniku bylo dosaženo zvýšením $FCFF$ o 7,5 % (tj. 3 641 168 Kč) a naopak nejnižší hodnoty snížením $FCFF$ o 7,5 % (tj. 3 325 164 ti. Kč)

4.4 Komparace a zhodnocení dosažených výsledků

Ocenění společnosti ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 bylo provedeno pomocí dvoufázové výnosové metody DCF-Entity. Předpokládá se, že společnost bude vykonávat svou činnost do nekonečna, přičemž první fáze bude trvat čtyři roky (2013, 2014, 2015 a 2016) a druhá fáze bude představovat období od pátého roku, tj. roku 2017, až do nekonečna. Výsledná hodnota ocenění společnosti je uvedena v následující Tab. 4.18.

Tab. 4.18 Porovnání tržní a účetní hodnoty (v tis. Kč)

	Tržní hodnota	Účetní hodnota
Metoda DCF - Entity	3 483 166	3 443 923

V Tab. 4.18 lze vidět, že tržní ocenění celkového kapitálu ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 metodou DCF-Entity, činí 3 483 166 tis. Kč. Oproti tomu účetní hodnota je o něco nižší a činí 3 443 923 tis. Kč. Tržní hodnota společnosti tak převyšuje účetní hodnotu o 39 243 tis. Kč. Tento rozdíl je zapříčiněn tím, že účetní data neobsahují tržní ocenění.

U použité metody DCF-Entity se vychází z finančního plánu společnosti, který je sestaven na 5 let dopředu. V první fázi ocenění se nepředpokládá změna odhadnutých parametrů, avšak změna predikovaných faktorů se připouští až ve druhé fázi, která trvá od roku 2017 až do nekonečna. Z tohoto důvodu byla u této metody provedena analýza citlivosti, která vypovídá o tom, jak se změní celková hodnota společnosti, pokud se některý z významných faktorů ve druhé fázi změní o $\pm 2,5 \%$, $\pm 5 \%$ a $\pm 7,5 \%$. Pomocí provedené analýzy citlivosti bylo zjištěno, že celková hodnota podniku je pozitivně citlivá na změnu *FCFF* a inverzně citlivá na změnu *WACC* a faktor *g*. Nejvyšší celkové hodnoty podniku bylo dosaženo zvýšením *FCFF* o $7,5 \%$ (tj. 3 641 168 tis. Kč) a naopak nejnižší hodnoty snížením *FCFF* o $7,5 \%$ (tj. 3 325 164 ti. Kč).

Pomocí metody DCF-Entity bylo tedy zjištěno, že ŽĎAS, a. s. má tržní ocenění o něco vyšší než je účetní hodnota. Na závěr lze tedy konstatovat, že celková hodnota společnosti by se měla pohybovat v rozmezí od 3 443 923 tis. Kč do 3 483 166 tis. Kč. Pomocí analýzy citlivosti je určen pouze interval, ve kterém by se celková hodnota podniku pohybovala, kdyby došlo ke změně odhadnutých parametrů ve druhé fázi.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty aktiv společnosti ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 za účelem prodeje včetně analýzy citlivosti. Ocenění bylo provedeno pomocí dvoufázové výnosové metody DCF-Entity.

Diplomová práce byla rozdělena celkem na tři části, přičemž jejich struktura, která byla vymezena na začátku práce, zůstala zachována. První část byla zaměřena pouze na teorii. Na začátku této kapitoly byly vymezeny základní pojmy, které byly důležité pro pochopení dané problematiky. Následně byly podrobně rozebrány jednotlivé kroky oceňování podniku včetně metod ocenění. Na závěr byla vysvětlena analýza citlivosti, která spolu s oceněním tvoří jádro diplomové práce.

Ve druhé části diplomové práce byla nejdříve popsána oceňovaná společnost ŽĎAS, a. s. Na základní charakteristiku o vybrané společnosti navazovala strategická a finanční analýza. Ve strategické analýze byla podrobně rozebrána analýza makroprostředí a mikroprostředí. Finanční analýza byla zaměřena na analýzu účetních výkazů a na poměrovou analýzu. Analýza účetních výkazů zahrnovala vertikální a horizontální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty. U poměrové analýzy byly vypočítány ukazatele rentability, likvidity, aktivity, stability a zadluženosti. Pomocí těchto ukazatelů bylo zjištěno, že ŽĎAS, a. s. je finančně zdravá, nemá problémy s likviditou, ale mohla by se více zaměřit na svou rentabilitu. Na konec byla sestavena SWOT analýza, která zahrnuje silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby podniku.

Ve třetí části došlo již k ocenění společnosti ŽĎAS, a. s. pomocí výnosové metody DCF-Entity. Východiskem pro ocenění bylo sestavení finančního plánu na roky 2013 až 2017. Poté, co byl sestaven finanční plán, byly stanoveny náklady na celkový kapitál zadluženého podniku pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Výnosová metoda byla založena na dvoufázovém principu, kdy se předpokládalo, že první fáze bude trvat čtyři roky (2013, 2014, 2015 a 2016) a druhá fáze od roku 2017 až do nekonečna. Metodou DCF-Entity byla vyčíslena celková tržní hodnota ŽĎAS, a. s. k 1. 1. 2013 na 3 483 166 tis. Kč. Následně byla provedena analýza citlivosti vybraných parametrů ve druhé fázi ocenění, díky které bylo zjištěno, že celková hodnota podniku je pozitivně citlivá na změnu *FCFF* a inverzně citlivá na změnu *WACC* a faktor poklesu *g*. Nejvyšší celkové hodnoty podniku bylo dosaženo zvýšením *FCFF* o 7,5 % (tj. 3 641 168 tis. Kč) a naopak nejnižší hodnoty snížením *FCFF* o 7,5 % (tj. 3 325 164 ti. Kč).

Z celé řady provedených výpočtů vyplývá, že celková hodnota ŽĐAS, a. s. by se měla k 1. 1. 2013 pohybovat v rozmezí od účetní hodnoty, tj. 3 443 923 tis. Kč do stanovené tržní hodnoty, tj. 3 483 166 tis. Kč, která byla vypočítaná dvoufázovou výnosovou metodou DCF-Entity.

Seznam použité literatury

Odborné knihy

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 368 s. ISBN 80-7179529-1.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2008. 146 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [4] KOLLER, Tim et al. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. vyd. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. 820 s. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [5] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: GRADA Publish, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [7] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [8] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. Vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [9] VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. Vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [10] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Elektronické dokumenty

- [11] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistiky* [online]. 2013 [cit. 2014-03-11]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>
- [12] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Makroekonomická predikce* [online]. 2013 [cit. 2014-03-11]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>
- [13] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu* [online]. 2013 [cit. 2014-03-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>
- [14] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK A SBÍRKY. *Výkazy* [online]. 2013 [cit. 2014-01-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a177361&klic=g9bvvr>
- [15] ŽDAS, a.s., *O historii* [online]. 2013 [cit. 2014-01-13]. Dostupné z: <http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=47>
- [16] ŽDAS, a.s., *O společnosti* [online]. 2013 [cit. 2014-01-13]. Dostupné z: <http://www.zdas.cz/cs/index.aspx>
- [17] ŽDAS, a.s., *Výrobní program* [online]. 2013 [cit. 2014-01-13]. Dostupné z: <http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=6>

Seznam zkratek

2T Repo	dvoutýdenní repo sazba
Δ	změna
APM	arbitrážní model oceňování
a.s.	akciová společnost
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CP	cenné papíry
CZ	cizí zdroje
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DPH	daň z přidané hodnoty
EAT	zisk po zdanění
EBT	zisk před zdaněním
EBIT	zisk před úhradou úroků a daní
EUR	euro
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFE _U	volné peněžní toky pro vlastníky nezádlužené firmy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FH	fázová hodnota
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
Kč	česká koruna
KVH	korigovaný výsledek hospodaření
KZ	krátkodobé závazky

MM II.	model autorů M. Millera a F. Modiglianiho
mld.	miliarda
NOPAT	zisk z operační činnosti podniku
OA	oběžná aktiva
OPD	odpisy
OM	obchodní marže
PH	pokračující hodnota
R	náklady kapitálu
R_D	náklady dluhu
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_F	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu podniku
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
S	saldo dluhu
t	sazba daně z příjmů
T	počet let zahrnutých do výpočtu
tis.	tisíc
TS	daňový štít
USD	americký dolar
ÚZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
V1	hodnota podniku v první fázi
V2	hodnota podniku ve druhé fázi
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
ZC	zůstatková cena
WACC	náklady celkového kapitálu
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
XL	průměrná celková likvidita v odvětví průmyslu
Z	trvale udržitelný zisk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona; bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do její skutečné výše).

V Ostravě dne 24.4.2014.....

.....
Hofmsová
Jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Rozvaha ŽĎAS, a. s. za období 2008 – 2012

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty ŽĎAS, a. s. za období 2008 - 2012

Příloha č. 3 – Výkaz cash flow ŽĎAS, a. s. za období 2008 - 2012

Příloha č. 4 – Horizontální analýza rozvahy ŽĎAS, a. s. za období 2008 - 2012

Příloha č. 5 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty ŽĎAS, a. s. za období 2008 - 2012

Příloha č. 6 – Vertikální analýza rozvahy ŽĎAS, a. s. za období 2008 - 2012

Příloha č. 7 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ŽĎAS, a. s. za období 2008- 2012

Příloha č. 8 – Výpočet plánovaných tržeb na období 2013 - 2017

Příloha č. 9 – Plán rozvahy ŽĎAS, a. s. na období 2013 – 2017

Příloha č. 10 – Plán výkazu zisku a ztráty ŽĎAS, a. s. na období 2013 – 2017

Příloha č. 1 – Rozvaha ŽĐAS, a. s. za období 2008 – 2012
(1/1)

		Rozvaha v plném rozsahu k 31. 12. (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
		Aktiva celkem	4 131 222	3 475 730	3 496 751	3 440 823	3 443 923
B.		Dlouhodobý majetek	1 735 252	1 790 820	1 804 146	1 789 943	1 850 926
B. I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	16 861	13 861	6 106	10 901	17 655
	3.	Software	14 842	5 602	1 951	2 262	1 585
	6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 515	8 259	3 277	7 380	12 043
	7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	504	0	878	1 259	4 027
	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.		Dlouhodobý hmotný majetek	1 510 032	1 568 600	1 586 149	1 568 059	1 627 618
	1.	Pozemky	114 364	113 720	113 712	114 202	112 815
	2.	Stavby	503 798	505 144	485 388	498 810	501 615
	3.	Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	613 994	777 581	880 034	852 070	838 122
	6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	721	721	721	721	721
	7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	179 618	114 949	106 294	99 206	174 345
	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	97 032	56 485	0	3 050	0
	9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	505	0	0	0	0
B. III.		Dlouhodobý finanční majetek	208 359	208 359	211 891	210 983	205 653
	1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	208 359	208 359	211 891	210 983	205 653
C.		Oběžná aktiva	2 390 871	1 678 647	1 687 277	1 645 270	1 587 839
C. I.		Zásoby	1 340 222	893 381	940 389	811 599	995 933
	1.	Materiál	316 037	241 936	247 662	236 801	267 773
	2.	Nedokončená výroba a polotovary	993 148	620 367	679 508	554 355	703 386
	3.	Výrobky	7 597	7 747	3 851	8 092	5 301
	4.	Zvířata	0	2	2	2	2
	5.	Zboží	23 237	22 611	9 366	12 349	19 471
	6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	203	718	0	0	0
C. II.		Dlouhodobé pohledávky	7 600	7 159	6 506	5 921	5 526

(1/2)

	5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	7 600	7 159	6 506	5 921	5 526
C. III.		Krátkodobé pohledávky	951 907	696 534	637 081	686 941	517 832
	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	887 945	616 306	578 525	639 991	500 191
	6.	Stát - daňové pohledávky	38 238	27 901	29 074	2 279	10 133
	7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	25 337	45 441	28 719	43 803	2 560
	8.	Dohadné účty aktivní	387	1 121	763	765	3 574
	9.	Jiné pohledávky	0	5 765	0	103	1 374
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	91 142	81 573	103 301	140 809	68 548
	1.	Peníze	1 880	5 661	2 098	2 159	3 034
	2.	Účty v bankách	89 262	75 912	101 203	131 050	65 514
	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	7 600	0
D. I.		Časové rozlišení	5 099	6 263	5 328	5 610	5 158
	1.	Nálady příštích období	5 038	6 019	5 149	5 424	5 058
	3.	Příjmy příštích období	61	244	179	186	100

Zdroj: Výroční zprávy ŽĐAS, a. s.

		Rozvaha v plném rozsahu k 31.12 (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
		Pasiva celkem	4 131 222	3 475 730	3 496 751	3 440 823	3 443 923
A.		Vlastní kapitál	2 314 106	2 308 258	2 447 000	2 482 979	2 530 071
A. I.		Základní kapitál	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303
	1.	Základní kapitál	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303
A. II.		Kapitálové fondy	-167 469	-116 986	-19 447	-29 430	3 669
	2.	Ostatní kapitálové fondy	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-170 025	-119 542	-22 003	-31 986	1 113
A. III.		Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	185 909	206 833	208 450	212 644	216 823
	1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	183 226	203 425	207 507	211 139	216 102
	2.	Statutární a ostatní fondy	2 683	3 408	943	1 505	721
A. IV.		Výsledek hospodaření minulých let	496 389	741 464	790 054	805 196	825 554
	1.	Nerozdělený zisk minulých let	496 389	741 464	790 054	805 196	825 554
A. V.		Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	403 974	81 644	72 640	99 266	88 722
B.		Cizí zdroje	1 817 036	1 167 392	1 049 751	957 844	913 852
B. I.		Rezervy	210 333	209 834	155 463	162 304	153 891
	4.	Ostatní rezervy	210 333	209 834	155 463	162 304	153 891
B. II.		Dlouhodobé závazky	196 332	106 941	59 919	64 188	75 550
	9.	Jiné závazky	194 642	93 826	636	0	0
	10.	Odložený daňový závazek	1 690	13 115	59 283	64 188	75 550
B. III.		Krátkodobé závazky	990 371	700 617	564 369	541 878	497 043
	1.	Závazky z obchodních vztahů	544 647	229 668	271 269	318 770	313 179
	2.	Závazky ovládající a řídicí osoba	0	130 000	0	0	0
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	424	0	0	0	0
	5.	Závazky k zaměstnancům	49 286	38 393	42 060	42 004	42 486
	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	26 123	20 894	24 252	24 270	24 435
	7.	Stát - daňové závazky a dotace	63 968	12 338	8 217	13 056	24 483

(1/4)

	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	234 563	170 814	157 311	68 340	67 294
	10.	Dohadné účty pasivní	50 467	41 387	31 347	32 220	20 993
	11.	Jiné závazky	20 893	57 123	29 913	43 218	4 173
B. IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	420 000	150 000	270 000	189 474	187 368
	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	150 000	50 000	0	147 369	65 263
	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	270 000	100 000	270 000	42 105	122 105
C. I.		Časové rozlišení	80	80	0	0	0
	1.	Výdaje příštích období	80	80	0	0	0
	2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Zdroj: Výroční zprávy ŽĐAS, a. s.

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty ŽĐAS, a. s. za období 2008 – 2012
(2/1)

		Výkaz zisku a ztráty k 31.12 (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
	I.	Tržby za prodej zboží	1 064 745	106 463	212 448	138 243	332 468
A.		Náklady vynaložené na prodané zboží	1 079 420	90 223	191 279	130 215	302 281
	+	Obchodní marže	-14 675	16 240	21 169	8 028	30 187
	II.	Výkony	4 134 053	2 479 274	2 651 456	2 962 400	2 989 342
	1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4 066 322	2 804 508	2 590 454	3 050 581	2 708 335
	2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	43 450	-355 680	21 527	-122 545	173 840
	3.	Aktivace	24 281	30 446	39 475	34 364	107 167
B.		Výkonová spotřeba	2 389 632	1 306 883	1 591 350	1 746 660	1 737 434
	1.	Spotřeba materiálu a energie	1 743 191	908 989	1 235 648	1 373 347	1 376 109
	2.	Služby	646 441	397 894	355 702	373 313	361 325
	+	Přidaná hodnota	1 729 746	1 188 631	1 081 275	1 223 768	1 282 095
C.		Osobní náklady	1 043 831	818 996	855 613	930 693	949 962
	1.	Mzdové náklady	764 469	605 751	624 744	679 055	691 521
	2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	4 838	5 661	5 716	5 993	6 071
	3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	258 371	194 023	210 186	227 618	231 358
	4.	Sociální náklady	16 153	13 561	14 967	18 027	21 012
D.		Daně a poplatky	4 676	4 330	9 852	6 313	5 213
E.		Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	178 973	185 013	179 224	178 562	176 318
	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	13 854	15 640	21 493	11 798	16 190
	1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 191	4 849	11 098	1 165	7 081
	2.	Tržby z prodeje materiálu	12 663	10 791	10 395	10 633	9 109
F.		Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	5 378	13 565	7 313	4 929	15 155
	1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	1 487	1 570	129	11 075
	2.	Prodaný materiál	5 378	12 078	5 743	4 800	4 080
G.		Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	156 853	-10 663	-114 585	10 918	-5 479

(2/2)

	IV.		Ostatní provozní výnosy	159 634	121 249	95 295	102 963	68 698
H.			Ostatní provozní náklady	145 697	187 589	107 511	78 467	71 799
		*	Provozní výsledek hospodaření	367 826	126 690	153 135	128 647	154 015
	VI.		Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	24	0
J.			Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	3 000	0
	VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	3 234	0	1 263	8 794	0
		1.	Výnosy z podílu v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	3 234	0	1 263	8 794	0
X.			Výnosové úroky	4 009	1 525	252	262	335
N.			Nákladové úroky	24 295	11 401	6 663	5 431	4 286
XI.			Ostatní finanční výnosy	284 452	88 359	45 556	46 361	29 983
O.			Ostatní finanční náklady	131 082	104 912	97 992	57 519	74 979
		*	Finanční výsledek hospodaření	136 318	-26 429	-57 584	-10 509	-48 947
Q.			Daň z příjmů za běžnou činnost	99 941	18 826	22 864	18 798	16 301
		1.	(-) Splatná	138 688	19 433	-425	11 551	12 703
		2.	(-) Odložená	-38 747	-607	23 289	7 247	3 598
		**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	404 203	81 435	72 687	99 340	88 767
	XIII.		Mimořádné výnosy	302	466	0	255	0
R.			Mimořádné náklady	531	257	47	329	45
		*	Mimořádný výsledek hospodaření	-229	209	-47	-74	-45
		***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	403 974	81 644	72 640	99 266	88 722
		****	Výsledek hospodaření před zdaněním	503 915	100 470	95 504	118 064	105 023

Zdroj: Výroční zprávy ŽDAS, a. s.

Příloha č. 3 – Výkaz cash flow ŽĐAS, a. s. za období 2008 – 2012
(3/1)

		Přehled o peněžních tocích k 31.12 (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
		Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	94 029	91 142	81 573	103 301	140 809
		Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti					
Z.		Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	504 144	100 261	95 551	118 138	105 068
A. 1.		Úpravy o nepeněžní operace	361 706	239 371	100 104	189 923	188 126
A. 1.1.		Odpisy stálých aktiv	178 973	185 854	179 233	178 562	176 318
A. 1.2.		Změna stavu opravných položek a rezerv	156 853	-10 663	-114 585	10 918	-5 479
A. 1.3.		Zisk (-) ztráta (+) z prodeje stálých aktiv	-1 191	-3 362	-9 528	1 940	3 994
A. 1.4.		Výnosy z dividend a podíl na zisku	-3 234	0	-1 263	-8 794	0
A. 1.5.		Nákladové a výnosové úroky	20 286	9 876	6 411	5 169	3 951
A. 1.6.		Opravy o ostatní nepeněžní operace	10 019	57 666	39 836	2 129	9 342
A.	*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	865 850	339 632	195 655	308 061	293 194
A. 2.		Změna stavu pracovního kapitálu	-229 304	273 225	53 954	18 115	-50 633
A. 2.1.		Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-181 212	225 139	54 674	-73 832	171 007
A. 2.2.		Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	-156 888	-384 453	14 113	-35 992	-12 925
A. 2.3.		Změna stavu zásob	108 796	432 539	-14 833	127 938	-208 715
A.	**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	636 546	612 857	249 609	326 176	242 561
A. 3.		Vyplacené úroky	-24 295	-10 350	-6 269	-5 431	-4 286
A. 4.		Přijaté úroky	4 009	1 517	252	262	335
A. 5.		Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-110 960	-97 262	1 288	9 476	-5 665
A. 6.		Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	-229	209	-47	-74	-45
A. 7.		Přijaté dividendy a podíly na zisku	3 234	0	1 263	8 794	0
A.	***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	508 305	506 971	246 096	339 204	232 900
		Peněžní toky z investiční činnosti:					
B. 1.		Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-446 073	-243 413	-194 029	-169 053	-235 406
B. 2.		Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 191	4 849	11 098	1 189	7 081
B.	***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-444 882	-238 564	-182 931	-167 864	-228 325

(3/2)

		Peněžní toky z finanční činnosti:					
C. 1.		Změna stavu závazků z financování	-5 000	-140 001	-10 000	-80 527	-2 106
C. 2.		Dopady změn vlastního kapitálu	-61 310	-137 975	-31 437	-53 304	-74 729
C 2.5.		Platby z fondů tvořených ze zisku	-5 498	-4 725	-4 507	-4 888	-4 729
C. 2.6.		Vyplacené dividendy	-55 812	-133 250	-26 930	-48 416	-70 000
C.	***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-66 310	-277 976	-41 437	-133 831	-76 836
F.		Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-2 887	-9 569	21 728	37 508	-72 261
R.		Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	91 142	81 573	103 301	140 809	68 548

Zdroj: Výroční zprávy ŽĐAS, a. s.

Příloha č. 4 – Horizontální analýza rozvahy ŽĐAS, a. s. za období 2008 – 2012
(4/1)

	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012	
	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)
Aktiva celkem	-655 492	-15,87%	21 021	0,60%	-55 928	-1,60%	3 100	0,09%
Dlouhodobý majetek	55 568	3,20%	13 326	0,74%	-14 203	-0,79%	60 983	3,41%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-3 000	-17,79%	-7 755	-55,95%	4 795	78,53%	6 754	61,96%
Software	-9 240	-62,26%	-3 651	-65,17%	311	15,94%	-677	-29,93%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	6 744	445,15%	-4 982	-60,32%	4 103	125,21%	4 663	63,18%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-504	-100,00%	878	-	381	43,39%	2 768	219,86%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	-	0	-	0	-	0	-
Dlouhodobý hmotný majetek	58 568	3,88%	17 549	1,12%	-18 090	-1,14%	59 559	3,80%
Pozemky	-644	-0,56%	-8	-0,01%	490	0,43%	-1 387	-1,21%
Stavby	1 346	0,27%	-19 756	-3,91%	13 422	2,77%	2 805	0,56%
Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	163 587	26,64%	102 453	13,18%	-27 964	-3,18%	-13 948	-1,64%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-64 669	-36,00%	-8 655	-7,53%	-7 088	-6,67%	75 139	75,74%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-40 547	-41,79%	-56 485	-100,00%	3 050	-	-3 050	-100,00%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-505	-100,00%	0	-	0	-	0	-
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	3 532	1,70%	-908	-0,43%	-5 330	-2,53%
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0,00%	3 532	1,70%	-908	-0,43%	-5 330	-2,53%
Oběžná aktiva	-712 224	-29,79%	8 630	0,51%	-42 007	-2,49%	-57 431	-3,49%
Zásoby	-446 841	-33,34%	47 008	5,26%	-128 790	-13,70%	184 334	22,71%
Materiál	-74 101	-23,45%	5 726	2,37%	-10 861	-4,39%	30 972	13,08%
Nedokončená výroba a polotovary	-372 781	-37,54%	59 141	9,53%	-125 153	-18,42%	149 031	26,88%
Výrobky	150	1,97%	-3 896	-50,29%	4 241	110,13%	-2 791	-34,49%
Zvířata	2	-	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Zboží	-626	-2,69%	-13 245	-58,58%	2 983	31,85%	7 122	57,67%

Poskytnuté zálohy na zásoby	515	253,69%	-718	-100,00%	0	-	0	-
Dlouhodobé pohledávky	-441	-5,80%	-653	-9,12%	-585	-8,99%	-395	-6,67%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	-441	-5,80%	-653	-9,12%	-585	-8,99%	-395	-6,67%
Krátkodobé pohledávky	-255 373	-26,83%	-59 453	-8,54%	49 860	7,83%	-169 109	-24,62%
Pohledávky z obchodních vztahů	-271 639	-30,59%	-37 781	-6,13%	61 466	10,62%	-139 800	-21,84%
Stát - daňové pohledávky	-10 337	-27,03%	1 173	4,20%	-26 795	-92,16%	7 854	344,62%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	20 104	79,35%	-16 722	-36,80%	15 084	52,52%	-41 243	-94,16%
Dohadné účty aktivní	734	189,66%	-358	-31,94%	2	0,26%	2 809	367,19%
Jiné pohledávky	5 765	-	-5 765	-100,00%	103	-	1 271	1233,98%
Krátkodobý finanční majetek	-9 569	-10,50%	21 728	26,64%	37 508	36,31%	-72 261	-51,32%
Peníze	3 781	201,12%	-3 563	-62,94%	61	2,91%	875	40,53%
Účty v bankách	-13 350	-14,96%	25 291	33,32%	29 847	29,49%	-65 536	-50,01%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	-	0	-	7 600	-	-7 600	-100,00%
Časové rozlišení	1 164	22,83%	-935	-14,93%	282	5,29%	-452	-8,06%
Nálady příštích období	981	19,47%	-870	-14,45%	275	5,34%	-366	-6,75%
Příjmy příštích období	183	300,00%	-65	-26,64%	7	3,91%	-86	-46,24%

	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012	
	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)
Pasiva celkem	-655 492	-15,87%	21 021	0,60%	-55 928	-1,60%	3 100	0,09%
Vlastní kapitál	-5 848	-0,25%	138 742	6,01%	35 979	1,47%	47 092	1,90%
Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Kapitálové fondy	50 483	-30,14%	97 539	-83,38%	-9 983	51,33%	33 099	-112,47%
Ostatní kapitálové fondy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	50 483	-29,69%	97 539	-81,59%	-9 983	45,37%	33 099	-103,48%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	20 924	11,25%	1 617	0,78%	4 194	2,01%	4 179	1,97%
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	20 199	11,02%	4 082	2,01%	3 632	1,75%	4 963	2,35%
Statutární a ostatní fondy	725	27,02%	-2 465	-72,33%	562	59,60%	-784	-52,09%
Výsledek hospodaření minulých let	245 075	49,37%	48 590	6,55%	15 142	1,92%	20 358	2,53%
Nerozdělený zisk minulých let	245 075	49,37%	48 590	6,55%	15 142	1,92%	20 358	2,53%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	-322 330	-79,79%	-9 004	-11,03%	26 626	36,65%	-10 544	-10,62%
Cizí zdroje	-649 644	-35,75%	-117 641	-10,08%	-91 907	-8,76%	-43 992	-4,59%
Rezervy	-499	-0,24%	-54 371	-25,91%	6 841	4,40%	-8 413	-5,18%
Ostatní rezervy	-499	-0,24%	-54 371	-25,91%	6 841	4,40%	-8 413	-5,18%
Dlouhodobé závazky	-89 391	-45,53%	-47 022	-43,97%	4 269	7,12%	11 362	17,70%
Jiné závazky	-100 816	-51,80%	-93 190	-99,32%	-636	-100,00%	0	-
Odložený daňový závazek	11 425	676,04%	46 168	352,02%	4 905	8,27%	11 362	17,70%
Krátkodobé závazky	-289 754	-29,26%	-136 248	-19,45%	-22 491	-3,99%	-44 835	-8,27%
Závazky z obchodních vztahů	-314 979	-57,83%	41 601	18,11%	47 501	17,51%	-5 591	-1,75%
Závazky ovládající a řídicí osoba	130 000	-	-130 000	-100,00%	0	-	0	-
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-424	-100,00%	0	-	0	-	0	-
Závazky k zaměstnancům	-10 893	-22,10%	3 667	9,55%	-56	-0,13%	482	1,15%

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-5 229	-20,02%	3 358	16,07%	18	0,07%	165	0,68%
Stát - daňové závazky a dotace	-51 630	-80,71%	-4 121	-33,40%	4 839	58,89%	11 427	87,52%
Krátkodobé přijaté zálohy	-63 749	-27,18%	-13 503	-7,91%	-88 971	-56,56%	-1 046	-1,53%
Dohadné účty pasivní	-9 080	-17,99%	-10 040	-24,26%	873	2,78%	-11 227	-34,84%
Jiné závazky	36 230	173,41%	-27 210	-47,63%	13 305	44,48%	-39 045	-90,34%
Bankovní úvěry a výpomoci	-270 000	-64,29%	120 000	80,00%	-80 526	-29,82%	-2 106	-1,11%
Bankovní úvěry dlouhodobé	-100 000	-66,67%	-50 000	-100,00%	147 369	-	-82 106	-55,71%
Krátkodobé bankovní úvěry	-170 000	-62,96%	170 000	170,00%	-227 895	-84,41%	80 000	190,00%
Časové rozlišení	0	0,00%	-80	-100,00%	0	-	0	-
Výdaje příštích období	0	0,00%	-80	-100,00%	0	-	0	-
Výnosy příštích období	0	-	0	-	0	-	0	-

Příloha č. 5 – Horizontální analýza VZZ ŽĐAS, a. s. za období 2008 – 2012

(5/1)

	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012	
	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)	Absolutní Δ (Kč)	Relativní Δ (%)
Tržby za prodej zboží	-958 282	-90,00%	105 985	99,55%	-74 205	-34,93%	194 225	140,50%
Náklady vynaložené na prodané zboží	-989 197	-91,64%	101 056	112,01%	-61 064	-31,92%	172 066	132,14%
Obchodní marže	30 915	-210,66%	4 929	30,35%	-13 141	-62,08%	22 159	276,02%
Výkony	-1 654 779	-40,03%	172 182	6,94%	310 944	11,73%	26 942	0,91%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-1 261 814	-31,03%	-214 054	-7,63%	460 127	17,76%	-342 246	-11,22%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-399 130	-918,60%	377 207	-106,05%	-144 072	-669,26%	296 385	-241,86%
Aktivace	6 165	25,39%	9 029	29,66%	-5 111	-12,95%	72 803	211,86%
Výkonová spotřeba	-1 082 749	-45,31%	284 467	21,77%	155 310	9,76%	-9 226	-0,53%
Spotřeba materiálu a energie	-834 202	-47,85%	326 659	35,94%	137 699	11,14%	2 762	0,20%
Služby	-248 547	-38,45%	-42 192	-10,60%	17 611	4,95%	-11 988	-3,21%
Přidaná hodnota	-541 115	-31,28%	-107 356	-9,03%	142 493	13,18%	58 327	4,77%
Osobní náklady	-224 835	-21,54%	36 617	4,47%	75 080	8,77%	19 269	2,07%
Mzdové náklady	-158 718	-20,76%	18 993	3,14%	54 311	8,69%	12 466	1,84%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	823	17,01%	55	0,97%	277	4,85%	78	1,30%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-64 348	-24,91%	16 163	8,33%	17 432	8,29%	3 740	1,64%
Sociální náklady	-2 592	-16,05%	1 406	10,37%	3 060	20,44%	2 985	16,56%
Daně a poplatky	-346	-7,40%	5 522	127,53%	-3 539	-35,92%	-1 100	-17,42%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	6 040	3,37%	-5 789	-3,13%	-662	-0,37%	-2 244	-1,26%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 786	12,89%	5 853	37,42%	-9 695	-45,11%	4 392	37,23%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3 658	307,14%	6 249	128,87%	-9 933	-89,50%	5 916	507,81%
Tržby z prodeje materiálu	-1 872	-14,78%	-396	-3,67%	238	2,29%	-1 524	-14,33%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	8 187	152,23%	-6 252	-46,09%	-2 384	-32,60%	10 226	207,47%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 487	-	83	5,58%	-1 441	-91,78%	10 946	8485,27%
Prodáný materiál	6 700	124,58%	-6 335	-52,45%	-943	-16,42%	-720	-15,00%

(5/2)

Změna stavu rezerv a opravených položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-167 516	-106,80%	-103 922	974,60%	125 503	-109,53%	-16 397	-150,18%
Ostatní provozní výnosy	-38 385	-24,05%	-25 954	-21,41%	7 668	8,05%	-34 265	-33,28%
Ostatní provozní náklady	41 892	28,75%	-80 078	-42,69%	-29 044	-27,01%	-6 668	-8,50%
Provozní výsledek hospodaření	-241 136	-65,56%	26 445	20,87%	-24 488	-15,99%	25 368	19,72%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	-	0	-	24	-	-24	-100,00%
Prodané cenné papíry a podíly	0	-	0	-	3 000	-	-3 000	-100,00%
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	-3 234	-100,00%	1 263	-	7 531	596,28%	-8 794	-100,00%
Výnosy z podílu v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	-3 234	-100,00%	1 263	-	7 531	596,28%	-8 794	-100,00%
Výnosové úroky	-2 484	-61,96%	-1 273	-83,48%	10	3,97%	73	27,86%
Nákladové úroky	-12 894	-53,07%	-4 738	-41,56%	-1 232	-18,49%	-1 145	-21,08%
Ostatní finanční výnosy	-196 093	-68,94%	-42 803	-48,44%	805	1,77%	-16 378	-35,33%
Ostatní finanční náklady	-26 170	-19,96%	-6 920	-6,60%	-40 473	-41,30%	17 460	30,36%
Finanční výsledek hospodaření	-162 747	-119,39%	-31 155	117,88%	47 075	-81,75%	-38 438	365,76%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-81 115	-81,16%	4 038	21,45%	-4 066	-17,78%	-2 497	-13,28%
(-) Splatná	-119 255	-85,99%	-19 858	-102,19%	11 976	-2817,88%	1 152	9,97%
(-) Odložená	38 140	-98,43%	23 896	-3936,74%	-16 042	-68,88%	-3 649	-50,35%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-322 768	-79,85%	-8 748	-10,74%	26 653	36,67%	-10 573	-10,64%
Mimořádné výnosy	164	54,30%	-466	-100,00%	255	-	-255	-100,00%
Mimořádné náklady	-274	-51,60%	-210	-81,71%	282	600,00%	-284	-86,32%
Mimořádný výsledek hospodaření	438	-191,27%	-256	-122,49%	-27	57,45%	29	-39,19%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-322 330	-79,79%	-9 004	-11,03%	26 626	36,65%	-10 544	-10,62%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-403 445	-80,06%	-4 966	-4,94%	22 560	23,62%	-13 041	-11,05%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	42,00%	51,52%	51,59%	52,02%	53,74%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,41%	0,40%	0,17%	0,32%	0,51%
Software	0,36%	0,16%	0,06%	0,07%	0,05%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,04%	0,24%	0,09%	0,21%	0,35%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,01%	0,00%	0,03%	0,04%	0,12%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	36,55%	45,13%	45,36%	45,57%	47,26%
Pozemky	2,77%	3,27%	3,25%	3,32%	3,28%
Stavby	12,19%	14,53%	13,88%	14,50%	14,57%
Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	14,86%	22,37%	25,17%	24,76%	24,34%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4,35%	3,31%	3,04%	2,88%	5,06%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	2,35%	1,63%	0,00%	0,09%	0,00%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý finanční majetek	5,04%	5,99%	6,06%	6,13%	5,97%
Podíly v ovládaných a řízených osobách	5,04%	5,99%	6,06%	6,13%	5,97%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	57,87%	48,30%	48,25%	47,82%	46,11%
Zásoby	32,44%	25,70%	26,89%	23,59%	28,92%
Materiál	7,65%	6,96%	7,08%	6,88%	7,78%
Nedokončená výroba a polotovary	24,04%	17,85%	19,43%	16,11%	20,42%
Výrobky	0,18%	0,22%	0,11%	0,24%	0,15%
Zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zboží	0,56%	0,65%	0,27%	0,36%	0,57%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé pohledávky	0,18%	0,21%	0,19%	0,17%	0,16%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,18%	0,21%	0,19%	0,17%	0,16%
Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	23,04%	20,04%	18,22%	19,96%	15,04%
Pohledávky z obchodních vztahů	21,49%	17,73%	16,54%	18,60%	14,52%
Stát - daňové pohledávky	0,93%	0,80%	0,83%	0,07%	0,29%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,61%	1,31%	0,82%	1,27%	0,07%
Dohadné účty aktivní	0,01%	0,03%	0,02%	0,02%	0,10%
Jiné pohledávky	0,00%	0,17%	0,00%	0,00%	0,04%
Krátkodobý finanční majetek	2,21%	2,35%	2,95%	4,09%	1,99%
Peníze	0,05%	0,16%	0,06%	0,06%	0,09%
Účty v bankách	2,16%	2,18%	2,89%	3,81%	1,90%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,22%	0,00%
Časové rozlišení	0,12%	0,18%	0,15%	0,16%	0,15%

Nálady příštích období	0,12%	0,17%	0,15%	0,16%	0,15%
Příjmy příštích období	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Dlouhodobý majetek	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,97%	0,77%	0,34%	0,61%	0,95%
Software	0,86%	0,31%	0,11%	0,13%	0,09%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,09%	0,46%	0,18%	0,41%	0,65%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,03%	0,00%	0,05%	0,07%	0,22%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	87,02%	87,59%	87,92%	87,60%	87,94%
Pozemky	6,59%	6,35%	6,30%	6,38%	6,10%
Stavby	29,03%	28,21%	26,90%	27,87%	27,10%
Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	35,38%	43,42%	48,78%	47,60%	45,28%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	10,35%	6,42%	5,89%	5,54%	9,42%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	5,59%	3,15%	0,00%	0,17%	0,00%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý finanční majetek	12,01%	11,63%	11,74%	11,79%	11,11%
Podíly v ovládaných a řízených osobách	12,01%	11,63%	11,74%	11,79%	11,11%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Oběžná aktiva	100%	100%	100%	100%	100%
Zásoby	56,06%	53,22%	55,73%	49,33%	62,72%
Materiál	13,22%	14,41%	14,68%	14,39%	16,86%
Nedokončená výroba a polotovary	41,54%	36,96%	40,27%	33,69%	44,30%
Výrobky	0,32%	0,46%	0,23%	0,49%	0,33%
Zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zboží	0,97%	1,35%	0,56%	0,75%	1,23%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,01%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé pohledávky	0,32%	0,43%	0,39%	0,36%	0,35%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,32%	0,43%	0,39%	0,36%	0,35%
Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	39,81%	41,49%	37,76%	41,75%	32,61%
Pohledávky z obchodních vztahů	37,14%	36,71%	34,29%	38,90%	31,50%
Stát - daňové pohledávky	1,60%	1,66%	1,72%	0,14%	0,64%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,06%	2,71%	1,70%	2,66%	0,16%
Dohadné účty aktivní	0,02%	0,07%	0,05%	0,05%	0,23%
Jiné pohledávky	0,00%	0,34%	0,00%	0,01%	0,09%

Krátkodobý finanční majetek	3,81%	4,86%	6,12%	8,56%	4,32%
Peníze	0,08%	0,34%	0,12%	0,13%	0,19%
Účty v bankách	3,73%	4,52%	6,00%	7,97%	4,13%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,46%	0,00%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	56,02%	66,41%	69,98%	72,16%	73,46%
Základní kapitál	33,77%	40,14%	39,90%	40,55%	40,51%
Základní kapitál	33,77%	40,14%	39,90%	40,55%	40,51%
Kapitálové fondy	-4,05%	-3,37%	-0,56%	-0,86%	0,11%
Ostatní kapitálové fondy	0,06%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-4,12%	-3,44%	-0,63%	-0,93%	0,03%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku	4,50%	5,95%	5,96%	6,18%	6,30%
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	4,44%	5,85%	5,93%	6,14%	6,27%
Statutární a ostatní fondy	0,06%	0,10%	0,03%	0,04%	0,02%
Výsledek hospodaření minulých let	12,02%	21,33%	22,59%	23,40%	23,97%
Nerozdělený zisk minulých let	12,02%	21,33%	22,59%	23,40%	23,97%
VH běžného účetního období (+ -)	9,78%	2,35%	2,08%	2,88%	2,58%
Cizí zdroje	43,98%	33,59%	30,02%	27,84%	26,54%
Rezervy	5,09%	6,04%	4,45%	4,72%	4,47%
Ostatní rezervy	5,09%	6,04%	4,45%	4,72%	4,47%
Dlouhodobé závazky	4,75%	3,08%	1,71%	1,87%	2,19%
Jiné závazky	4,71%	2,70%	0,02%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	0,04%	0,38%	1,70%	1,87%	2,19%
Krátkodobé závazky	23,97%	20,16%	16,14%	15,75%	14,43%
Závazky z obchodních vztahů	13,18%	6,61%	7,76%	9,26%	9,09%
Závazky ovládající a řídicí osoba	0,00%	3,74%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky ke společníkům, čl. družstva a k úč. sdružení	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky k zaměstnancům	1,19%	1,10%	1,20%	1,22%	1,23%
Závazky ze soc. zabezpečení a zdravotní pojištění	0,63%	0,60%	0,69%	0,71%	0,71%
Stát - daňové závazky a dotace	1,55%	0,35%	0,23%	0,38%	0,71%
Krátkodobé přijaté zálohy	5,68%	4,91%	4,50%	1,99%	1,95%
Dohadné účty pasivní	1,22%	1,19%	0,90%	0,94%	0,61%
Jiné závazky	0,51%	1,64%	0,86%	1,26%	0,12%
Bankovní úvěry a výpomoci	10,17%	4,32%	7,72%	5,51%	5,44%
Bankovní úvěry dlouhodobé	3,63%	1,44%	0,00%	4,28%	1,90%
Krátkodobé bankovní úvěry	6,54%	2,88%	7,72%	1,22%	3,55%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výdaje příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Vlastní kapitál	100%	100%	100%	100%	100%
Základní kapitál	60,30%	60,45%	57,02%	56,19%	55,15%
Základní kapitál	60,30%	60,45%	57,02%	56,19%	55,15%
Kapitálové fondy	-7,24%	-5,07%	-0,79%	-1,19%	0,15%
Ostatní kapitálové fondy	0,11%	0,11%	0,10%	0,10%	0,10%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-7,35%	-5,18%	-0,90%	-1,29%	0,04%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku	8,03%	8,96%	8,52%	8,56%	8,57%
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	7,92%	8,81%	8,48%	8,50%	8,54%
Statutární a ostatní fondy	0,12%	0,15%	0,04%	0,06%	0,03%
Výsledek hospodaření minulých let	21,45%	32,12%	32,29%	32,43%	32,63%
Nerozdělený zisk minulých let	21,45%	32,12%	32,29%	32,43%	32,63%
VH běžného účetního období (+ -)	17,46%	3,54%	2,97%	4,00%	3,51%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Cizí zdroje	100%	100%	100%	100%	100%
Rezervy	11,58%	17,97%	14,81%	16,94%	16,84%
Ostatní rezervy	11,58%	17,97%	14,81%	16,94%	16,84%
Dlouhodobé závazky	10,81%	9,16%	5,71%	6,70%	8,27%
Jiné závazky	10,71%	8,04%	0,06%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	0,09%	1,12%	5,65%	6,70%	8,27%
Krátkodobé závazky	54,50%	60,02%	53,76%	56,57%	54,39%
Závazky z obchodních vztahů	29,97%	19,67%	25,84%	33,28%	34,27%
Závazky ovládající a řídicí osoba	0,00%	11,14%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky ke společníkům, čl. družstva a k úč. sdružení	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky k zaměstnancům	2,71%	3,29%	4,01%	4,39%	4,65%
Závazky ze sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1,44%	1,79%	2,31%	2,53%	2,67%
Stát - daňové závazky a dotace	3,52%	1,06%	0,78%	1,36%	2,68%
Krátkodobé přijaté zálohy	12,91%	14,63%	14,99%	7,13%	7,36%
Dohadné účty pasivní	2,78%	3,55%	2,99%	3,36%	2,30%
Jiné závazky	1,15%	4,89%	2,85%	4,51%	0,46%
Bankovní úvěry a výpomoci	23,11%	12,85%	25,72%	19,78%	20,50%
Bankovní úvěry dlouhodobé	8,26%	4,28%	0,00%	15,39%	7,14%
Krátkodobé bankovní úvěry	14,86%	8,57%	25,72%	4,40%	13,36%

Provozní náklady	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Náklady celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Osobní náklady	67,98%	68,32%	81,88%	76,92%	78,32%
Daně a poplatky	0,30%	0,36%	0,94%	0,52%	0,43%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11,66%	15,43%	17,15%	14,76%	14,54%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,35%	1,13%	0,70%	0,41%	1,25%
Změna stavu rezerv a oprav. položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	10,22%	-0,89%	-10,97%	0,90%	-0,45%
Ostatní provozní náklady	9,49%	15,65%	10,29%	6,49%	5,92%

	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Osobní náklady	100%	100%	100%	100%	100%
Mzdové náklady	73,24%	73,96%	73,02%	72,96%	72,79%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,46%	0,69%	0,67%	0,64%	0,64%
Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění	24,75%	23,69%	24,57%	24,46%	24,35%
Sociální náklady	1,55%	1,66%	1,75%	1,94%	2,21%

Finanční náklady	2008	2009	2010	2011	2012
	v %	v %	v %	v %	v %
Náklady celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Prodané cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	4,55%	0,00%
Nákladové úroky	15,64%	9,80%	6,37%	8,24%	5,41%
Ostatní finanční náklady	84,36%	90,20%	93,63%	87,22%	94,59%

Příloha č. 8 – Výpočet plánovaných tržeb na období 2013 - 2017**(8.1)**

	Prognóza tržeb	Váhy	Nová prognóza tržeb
Strategická analýza	0,72%	1/3	0,24%
Analýza časových řad	-3,97%	2/3	-2,65%
Tempo poklesu tržeb			-2,40%

Položka	Plánované období				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby (tis. Kč)	2 643 213	2 579 657	2 517 629	2 457 093	2 398 012

Příloha č. 9 – Plán rozvahy ŽĐAS, a. s. na období 2013 – 2017
(9/1)

		Rozvaha v plném rozsahu k 31. 12. (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
		Aktiva celkem	3 174 331	3 098 004	3 023 513	2 950 813	2 879 860
B.		Dlouhodobý majetek	1 602 802	1 564 263	1 526 650	1 489 942	1 454 116
B. I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	11 386	11 112	10 845	10 584	10 330
	3.	Software	4 085	3 987	3 891	3 797	3 706
	6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	6 052	5 907	5 765	5 626	5 491
	7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1 249	1 219	1 190	1 161	1 133
	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.		Dlouhodobý hmotný majetek	1 405 109	1 371 323	1 338 350	1 306 169	1 274 762
	1.	Pozemky	101 320	98 884	96 506	94 186	91 921
	2.	Stavby	444 120	433 441	423 019	412 848	402 921
	3.	Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	717 237	699 991	683 160	666 733	650 702
	6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	642	627	612	597	583
	7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	117 933	115 097	112 330	109 629	106 993
	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	23 790	23 218	22 660	22 115	21 584
	9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	66	64	63	61	60
B. III.		Dlouhodobý finanční majetek	186 308	181 828	177 456	173 189	169 024
	1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	186 308	181 828	177 456	173 189	169 024
C.		Oběžná aktiva	1 566 619	1 528 950	1 492 186	1 456 307	1 421 290
C. I.		Zásoby	869 585	848 676	828 270	808 354	788 917
	1.	Materiál	230 535	224 991	219 582	214 302	209 149
	2.	Nedokončená výroba a polotovary	618 082	603 220	588 715	574 560	560 744
	3.	Výrobky	5 671	5 534	5 401	5 272	5 145
	4.	Zvířata	2	1	1	1	1
	5.	Zboží	15 135	14 771	14 416	14 069	13 731
	6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	162	158	154	150	147
C. II.		Dlouhodobé pohledávky	5 770	5 631	5 496	5 364	5 235

(9/2)

	5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	5 770	5 631	5 496	5 364	5 235
C. III.		Krátkodobé pohledávky	605 177	590 625	576 424	562 564	549 037
	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	558 209	544 787	531 688	518 903	506 426
	6.	Stát - daňové pohledávky	18 536	18 091	17 656	17 231	16 817
	7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	25 811	25 190	24 584	23 993	23 416
	8.	Dohadné účty aktivní	1 248	1 218	1 188	1 160	1 132
	9.	Jiné pohledávky	1 373	1 340	1 308	1 276	1 245
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	86 087	84 017	81 997	80 026	78 101
	1.	Peníze	2 706	2 641	2 577	2 515	2 455
	2.	Účty v bankách	82 064	80 091	78 165	76 286	74 451
	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	1 317	1 285	1 254	1 224	1 195
D. I.		Časové rozlišení	4 910	4 792	4 676	4 564	4 454
	1.	Nálady příštích období	4 768	4 653	4 541	4 432	4 325
	3.	Příjmy příštích období	142	139	135	132	129

		Rozvaha v plném rozsahu k 31.12 (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
		Pasiva celkem	3 174 331	3 098 004	3 023 513	2 950 813	2 879 860
A.		Vlastní kapitál	2 159 442	2 107 519	2 056 843	2 007 387	1 959 119
A. I.		Základní kapitál	1 243 298	1 213 403	1 184 226	1 155 752	1 127 962
	1.	Základní kapitál	1 243 298	1 213 403	1 184 226	1 155 752	1 127 962
A. II.		Kapitálové fondy	-52 176	-50 921	-49 697	-48 502	-47 336
	2.	Ostatní kapitálové fondy	2 278	2 223	2 169	2 117	2 066
	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-54 453	-53 144	-51 866	-50 619	-49 402
A. III.		Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	184 867	180 422	176 084	171 850	167 718
	1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	183 282	178 875	174 574	170 376	166 280
	2.	Statutární a ostatní fondy	1 585	1 547	1 510	1 474	1 438
A. IV.		Výsledek hospodaření minulých let	666 201	650 182	634 549	619 291	604 400
	1.	Nerozdělený zisk minulých let	666 201	650 182	634 548,8	619 291	604 400
A. V.		Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	117 252	114 433	111 681	108 996	106 375
B.		Cizí zdroje	1 014 863	990 461	966 645	943 402	920 718
B. I.		Rezervy	156 788	153 018	149 338	145 747	142 243
	4.	Ostatní rezervy	156 788	153 018	149 338	145 747	142 243
B. II.		Dlouhodobé závazky	83 780	81 766	79 800	77 881	76 008
	9.	Jiné závazky	43 120	42 083	41 071	40 084	39 120
	10.	Odložený daňový závazek	40 660	39 682	38 728,1	37 797	36 888
B. III.		Krátkodobé závazky	566 912	553 281	539 977	526 993	514 322
	1.	Závazky z obchodních vztahů	285 828	278 955	272 247	265 701	259 312
	2.	Závazky ovládající a řídicí osoba	24 505	23 915	23 340	22 779	22 231
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	55,1	53,8	52,5	51,2	50,0
	5.	Závazky k zaměstnancům	37 800	36 891	36 004	35 138	34 293
	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	21 259	20 748	20 249	19 762	19 287
	7.	Stát - daňové závazky a dotace	19 360	18 895	18 440	17 997	17 564

(9/4)

	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	119 773	116 893	114 083	111 340	108 662
	10.	Dohadné účty pasivní	30 441	29 709	28 994	28 297	27 617
	11.	Jiné závazky	27 892	27 221	26 567	25 928	25 305
B. IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	207 384	202 397	197 530	192 781	188 145
	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	67 202	65 586	64 009	62 470	60 968
	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	140 181	136 811	133 521	130 310	127 177
C. I.		Časové rozlišení	25,5	24,9	24	23,7	23,1
	1.	Výdaje příštích období	25,5	24,9	24	23,7	23,1
	2.	Výnosy příštích období	0	0,0	0	0	0

Příloha č. 10 – Plán výkazu VZZ ŽĎAS, a. s. na období 2013 – 2017
(10/1)

		Výkaz zisku a ztráty k 31.12 (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
	I.	Tržby za prodej zboží	290 696	283 707	276 885	270 227	263 730
A.		Náklady vynaložené na prodané zboží	277 940	271 257	264 734	258 369	252 156
	+	Obchodní marže	12 757	12 450	12 151	11 859	11 573
	II.	Výkony	2 642 731	2 579 186	2 517 170	2 456 644	2 397 574
	1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 643 213	2 579 657	2 517 629	2 457 093	2 398 012
	2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-44 307	-43 242	-42 202	-41 187	-40 197
	3.	Aktivace	43 824	42 771	41 742	40 739	39 759
B.		Výkonová spotřeba	1 523 575	1 486 941	1 451 187	1 416 293	1 382 239
	1.	Spotřeba materiálu a energie	1 156 723	1 128 910	1 101 765	1 075 273	1 049 418
	2.	Služby	366 852	358 031	349 422	341 020	332 820
	+	Přidaná hodnota	1 131 912	1 104 695	1 078 133	1 052 209	1 026 909
C.		Osobní náklady	811 396	791 886	772 845	754 262	736 126
	1.	Mzdové náklady	593 715	579 439	565 506	551 909	538 638
	2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	5 086	4 964	4 844	4 728	4 614
	3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	197 659	192 907	188 268	183 741	179 323
	4.	Sociální náklady	14 936	14 577	14 226	13 884	13 550
D.		Daně a poplatky	5 546	5 413	5 283	5 156	5 032
E.		Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	160 076	156 227	152 470	148 804	145 226
	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	14 340	13 995	13 659	13 330	13 010
	1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	4 918	4 799	4 684	4 571	4 462
	2.	Tržby z prodeje materiálu	9 422	9 196	8 975	8 759	8 548
F.		Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	8 561	8 355	8 154	7 958	7 767
	1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2 785	2 718	2 652	2 589	2 526
	2.	Prodaný materiál	5 776	5 637	5 502	5 369	5 240
G.		Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-4 179	-4 079	-3 981	-3 885	-3 792

(10/2)

	IV.		Ostatní provozní výnosy	94 307	92 040	89 827	87 667	85 559
H.			Ostatní provozní náklady	103 854	101 357	98 920	96 541	94 220
		*	Provozní výsledek hospodaření	155 307	151 572	147 928	144 371	140 899
	VI.		Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	4	4	4	4	4
J.			Prodané cenné papíry a podíly	520	507	495	483	472
	VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	2 202	2 149	2 097	2 047	1 998
		1.	Výnosy z podílu v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	2 202	2 149	2 097	2 047	1 998
X.			Výnosové úroky	971	948	925	903	881
N.			Nákladové úroky	8 445	8 242	8 044	7 850	7 662
XI.			Ostatní finanční výnosy	76 819	74 972	73 169	71 410	69 693
O.			Ostatní finanční náklady	81 417	79 460	77 549	75 684	73 865
		*	Finanční výsledek hospodaření	-10 386	-10 137	-9 893	-9 655	-9 423
Q.			Daň z příjmů za běžnou činnost	27 647	26 982	26 333	25 700	25 082
		1.	(-) Splatná	26 088	25 460	24 848	24 251	23 668
		2.	(-) Odložená	1 559	1 522	1 485	1 449	1 414
		**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	117 274	114 454	111 702	109 016	106 395
	XIII.		Mimořádné výnosy	171	167	163	159	155
R			Mimořádné náklady	193	188	184	179	175
		*	Mimořádný výsledek hospodaření	-22	-21	-21	-20	-20
		***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	117 252	114 433	111 681	108 996	106 375
		****	Výsledek hospodaření před zdaněním	144 899	141 415	138 014	134 696	131 457